

# Die Wohlverhaltensrichtlinie des BAWe im Lichte der neuen Fassung des WpHG

– Eine kritische Bestandsaufnahme –

von

Professor DR. THOMAS M. J. MÖLLERS und TED GANTEN, Augsburg

## Inhaltsübersicht

ZGR 1998, 773–809

I. Einleitung: Bedeutung, Geschichte und europäischer Hintergrund der Wohlverhaltensrichtlinie . . . . .	774
1. Bedeutung und Geschichte von Wohlverhaltensregeln bei Wertpapiertransaktionen . . . . .	774
2. Die Umsetzung der europäischen Wohlverhaltensregeln durch §§ 31 ff WpHG . . . . .	776
3. Die Wohlverhaltensrichtlinie vom 26. Mai 1997 und das WpHG in der Fassung vom 27. April 1998 . . . . .	777
II. Anwendungsbereich, allgemeine Informationen und die Einholung von Kundenangaben . . . . .	779
1. Der Anwendungsbereich gemäß Ziff. 1 . . . . .	779
2. Allgemeine Informationen vor Erbringen der Wertpapierdienstleistung gemäß Ziff. 2 . . . . .	781
3. Einholung von Kundenangaben gemäß Ziff. 3 . . . . .	784
III. Inhalt der Aufklärung gemäß Ziff. 3.2 . . . . .	785
1. Zur Differenzierung von Information und Beratung nach dem WpHG . . . . .	785
2. Unterteilungen der zweckdienlichen Information . . . . .	785
3. Kriterien zur Abgrenzung der Information von der Beratung . . . . .	789
4. Der Pflichteninhalt der Execution-Only-Deals gemäß Ziff. 3.6 . . . . .	791
5. Ausnahmen zu Ziff. 3 . . . . .	794
IV. Wohlverhaltenspflichten bei der Ausführung des Kundenauftrages gemäß Ziff. 4 . . . . .	795
1. Sorgfaltspflichten bei der Auftragsausführung . . . . .	795
2. Die Interessenwahrungspflicht des Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 1 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und ihre Umsetzung in deutsches Recht . . . . .	796
V. Verbotene und zulässige Geschäfte gemäß Ziff. 5 . . . . .	798
1. Mitteilung der Empfehlung gegenüber der Bereichsöffentlichkeit . . . . .	798
2. Zulässigkeit verbotener Geschäfte durch organisatorische Vorkehrungen . . . . .	799
VI. Die Wohlverhaltensrichtlinie als Verwaltungsvorschrift und ihre Folgen im Privatrecht . . . . .	800
1. Die Richtlinie als norminterpretierende Verwaltungsvorschrift . . . . .	800
2. Die fehlende Kompetenz zum Erlass von Dokumentationspflichten . . . . .	801
3. Auswirkungen der Wohlverhaltensrichtlinie für das Privatrecht . . . . .	805
VII. Zusammenfassende Thesen . . . . .	808

# I. Einleitung: Bedeutung, Geschichte und europäischer Hintergrund der Wohlverhaltensrichtlinie

## 1. Bedeutung und Geschichte von Wohlverhaltensregeln bei Wertpapiertransaktionen

### a) Regelungen eines Europäischen Kapitalmarktrechts

Das Europäische Kapitalmarktrecht nimmt durch zahlreiche EG-Richtlinien der letzten Jahre Form an<sup>1</sup>. Der deutsche Gesetzgeber hat eine Vielzahl von Richtlinien inzwischen umgesetzt, indem er Gesetze wie BörsG, KWG, KAGG, VerkProspG sowie die BörsenzulassungsVO änderte und vor allem das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)<sup>2</sup> als gänzlich neues Gesetz schuf. Weil dieses Gesetz die für den Kapitalmarkt wichtige Insider-, Transparenz- und Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie<sup>3</sup> umsetzt, wird es nicht zu Unrecht als magna carta oder Kernstück<sup>4</sup> eines deutschen Kapitalmarktrechts bezeichnet. Zahlreiche Publizitätsvorschriften des WpHG, wie beispielsweise die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht bei erheblicher Veränderung von Stimmrechtsanteilen an börsennotierten Gesellschaften oder die Ad-hoc-Publizität und das Verbot, Insiderwissen auszunutzen oder weiterzugeben, dienen dem Anlegerschutz sowie dem reibungslosen Funktionieren des Kapitalmarktes<sup>5</sup>. Diese Entwicklung ist zu

1 Für einen Überblick siehe den dreiteiligen Aufsatz von ASSMANN/BUCK, EWS 1990, 110 ff, 190 ff, 220 ff, insbesondere 222 ff; JENTSCH, WM 1993, 2189, 2190 ff; HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 136 ff; SCHNYDER, ZSR 115 (1996), 151 ff; MÖLLERS, ZGR 1997, 334, 335; DECKERT / VON RUDEN, EWS 1998, 46, 47 ff; sowie die Loseblattsammlung der einschlägigen Gesetzestexte bei KÖMPEL/OTT, Kapitalmarktrecht, Stand März 1998, Kennz. 910 ff.

2 Wertpapierhandelsgesetz v. 26. 7. 1994, BGBl. I/ 1994, S. 1749; geändert durch Gesetz v. 18. 12. 1995, BGBl. I/ 1995, S. 1959, 1966; Gesetz v. 18. 6. 1997, BGBl. I/ 1997, S. 1429, 1437; Gesetz v. 22. 10. 1997, BGBl. I/ 1997, S. 2518, 2558 ff; Gesetz v. 24. 3. 1998, BGBl. I/ 1998, S. 529; Gesetz v. 27. 4. 1998, BGBl. I/ 1998, S. 786. Das Gesetz ist in der jeweils neuesten Fassung von der Homepage des BAWe abrufbar: <http://www.bawe.de>.

3 Insider-RiL 89/592/EWG v. 13. 11. 1989, ABl. Nr. L 334, 30 v. 18. 11. 1989; Transparenz-RiL 88/627/EWG v. 12. 12. 1988, ABl. Nr. L 348, 62 v. 17. 12. 1988; und Teile der Wertpapierdienstleistungs-RiL 93/22/EWG v. 10. 5. 1993, ABl. Nr. L 141, 27 v. 11. 6. 1993 (berichtigt durch ABl. Nr. L 170, 32 v. 13. 7. 1993; ABl. Nr. L 194, 27 v. 3. 8. 1993; ABl. Nr. L 197, 57 und 58 v. 6. 8. 1993; geändert durch RiL 95/26/EG v. 29. 6. 1995, ABl. Nr. L 168, 7 v. 18. 7. 1995). Diese und andere einschlägige Richtlinien sind mit Erläuterungen auch abgedruckt in: LUTTER, Europäisches Unternehmensrecht, 4. Aufl., 1996.

4 ASSMANN, in: Assmann/Schneider, Komm. zum WpHG, 1995, Einl. Rdn. 12; HOPT, EuZW 1995, 417; HEINSIUS, WM 1996, 421.

5 Die Erwägungsgründe 2, 32, 41 und 42 der Wertpapierdienstleistungs-RiL betonen diese doppelte Zielrichtung, daß der deutsche Gesetzgeber den Anlegerschutz als Mittel zur Verbesserung der Funktionstüchtigkeit (BT-Drucks. 12/7918, S. 95, 97) und Attraktivität (BT-Drucks. 12/7919, S. 1) des deutschen Finanzplatzes sieht, ist

begrüßen, weil bis in die jüngste Vergangenheit zum Schutz des Anlegers nicht alles zum besten stand, wie zahlreiche aufsehenerregende Urteile verdeutlichen<sup>6</sup>. Eine Stärkung des Vertrauens in den Kapitalmarkt erscheint auch deshalb angebracht, weil die Aktie in Deutschland in der Vergangenheit für die Anlageentscheidung der Verbraucher nur eine untergeordnete Rolle spielte<sup>7</sup>.

Besondere Bedeutung kommt deshalb den Wohlverhaltenspflichten zu, welche das Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegenüber dem Bankkunden hat, wenn dieser ein Wertpapier erwerben möchte. Nur wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die gebotene Sachkunde besitzt, den Kunden informiert und gegebenenfalls berät sowie sich bemüht, Interessenkonflikte zu vermeiden, werden Verbraucher Vertrauen in die Kapitalmärkte fassen und ihr Geld dort anlegen.

### b) Geschichte deutscher und europäischer Wohlverhaltensregeln

In Deutschland wurden erstmals Ende 1970 in den sogenannten Händler- und Beraterregeln Verhaltenspflichten im Rahmen eines Wertpapiergeschäftes formuliert. Nach deren Ziff. 1 ist es dem Händler untersagt, Wertpapiere zu empfehlen, die dem Interesse des Kunden widersprechen<sup>8</sup>. Weil dieser Grundsatz der Priorität des Kundeninteresses aber schon damals durch die Rechtsprechung entwickelt worden war, brachten diese Regeln, wie Hopt<sup>9</sup> formulierte, nichts Neues.

insoweit unschädlich. BLIESENER, Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel, 1998, § 3 III. Zu den verschiedenen Funktionen des Anlegerschutzes siehe auch MÖLLERS, ZGR 1997, 334 ff.

6 BGHZ 123, 126 = WM 1993, 1455 = ZIP 1993, 1148 = NJW 1993, 2433 = JZ 1994, 102 = ZBB 1994, 44 = DB 1993, 1869 – Bond; LG Köln ZIP 1997, 1328 – Bank 24; OLG Braunschweig WM 1998, 375 – Fokker; OLG Nürnberg WM 1998, 379 = ZIP 1998, 380 – Fokker; siehe auch BGH ZIP 1998, 1220 – Sachkunde bei Optionsgeschäften; BGH ZIP 1998, 1183 = WM 1998, 1441 – Aufklärung bei gezieltem Auftrag. Nach einer Bewertung in der Reihe Finanztest der Stiftung Warentest 12/1997 waren 1997 50 % aller Beratungsgespräche mangelhaft oder sehr mangelhaft.

7 1994 waren nur 5 % der Bundesbürger im Besitz von Aktien, KÖLSCH, WM 1996, 1169; 1996 waren es 6,5 %, 1997 immerhin schon 7,4 %, PASSOW, WM 1997, 1931; WIRTSCHAFTSWOCHEN 15/1998, S. 210. Zur steigenden Bedeutung von Wertpapieren als Kapitalanlage siehe STEUER, WM 1995, 281 f; EULER, Sparkasse 1995, 545 ff.

8 Händler- und Beraterregeln zuletzt geändert 1988, abgedruckt bei BAUMBACH/HOPT, Komm. z. HGB, 29. Aufl., 1995, (17) Händlerregeln Einl. Rdn. 7 sowie in: WM 1988, 1829.

9 BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 8), (17) Händlerregeln Einl. Rdn. 3; SCHWARK, in: Bankenrechtstag 1995, Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, S. 109, 113 ff.

Deutlich umfangreicher regelte 1977 eine Empfehlung der EG-Kommission die „Rules of conduct“ auf europäischer Ebene<sup>10</sup>. Neben Informationspflichten gegenüber dem Kunden trafen Finanzmittler auch Pflichten zur Gleichbehandlung der Kunden und zur Vermeidung von Interessenkonflikten<sup>11</sup>. Weil die Empfehlung aber gemäß Art. 189 Abs. 5 EGV auf nationaler Ebene keine Verbindlichkeit erzeugt, blieb dieser Harmonisierungsversuch der Kommission weitgehend unbeachtet<sup>12</sup>.

Die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie vom 10. Mai 1993 verpflichtet die Mitgliedstaaten nun erstmals in Art. 11 Abs. 1 Satz 1 verbindlich, Wohlverhaltensregeln zu erlassen<sup>13</sup>. Diese nationalen Wohlverhaltensregeln müssen nach Satz 2 zumindest die Grundsätze gewährleisten, die in den darauffolgenden sieben Spiegelstrichen formuliert werden<sup>14</sup>.

## 2. Die Umsetzung der europäischen Wohlverhaltensregeln durch §§ 31 ff WpHG

Diese in den sieben Spiegelstrichen als ultima ratio formulierten europäischen „Rules of conduct“ wurden vom deutschen Gesetzgeber überwiegend in den §§ 31 und 32 WpHG umgesetzt<sup>15</sup>: In den allgemeinen Verhaltensregeln des § 31 WpHG sind die Sorgfaltspflicht und die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkollisionen sowie Erkundigungs- und Informationspflichten normiert. Teilweise hat der Gesetzgeber die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie nur unzureichend umgesetzt<sup>16</sup>, teilweise ist er aber auch über den Wortlaut der europäischen Richtlinie hinausgegangen. Letzteres ist zulässig, weil die sieben Spiegelstriche nur Mindestregeln aufstellen. So konnte und durfte der nationale

10 Empfehlung der Kommission 77/534 EWG v. 25. 7. 1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, ABl. Nr. L 212, 37 v. 20. 8. 1977; Berichtigung der Empfehlung, ABl. Nr. L 294, 28 v. 18. 11. 1977.

11 Nr. 2, 3 und 6 der Allgemeinen Grundsätze der Empfehlung, aaO (Fn. 10). Auch eine entsprechende Überwachung durch Aufsichtsbehörden oder Berufsorganisationen war bereits gewollt, siehe IV. Nr. 14 der Empfehlung.

12 JENTSCH, WM 1993, 2189, 2190.

13 Während ein erster Entwurf der Wertpapierdienstleistungs-RiL auf Wohlverhaltensregeln verzichtete (ABl. Nr. C 43, 7 v. 22. 2. 1989), wurden auf Betreiben des Wirtschafts- und Sozialausschusses unter ausdrücklichem Hinweis auf die Empfehlung aus dem Jahre 1977 die Wohlverhaltensregeln (ABl. Nr. C 298, 6 v. 27. 11. 1989, Ziff. 2.19.5) aufgenommen, siehe zweiter Entwurf, ABl. Nr. C 42, 7 v. 22. 2. 1990.

14 Art. 11 Abs. 1 S. 4 Spiegelstrich 1–7 Wertpapierdienstleistungs-RiL.

15 Der Regierungsentwurf hatte die im Referentenentwurf beinhalteten Wohlverhaltensregeln der Wertpapierdienstleistungs-RiL zunächst nicht übernommen und erst auf Betreiben des Finanzausschusses in das WpHG integriert, BT-Drucks. 12/6679, S. 33, 56 ff; BT-Drucks. 12/7918, S. 92, 97.

16 Siehe unter IV. 2

Gesetzgeber die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkollisionen<sup>17</sup> durch beispielhaft erwähnte verbotene Geschäfte in § 32 WpHG konkretisieren<sup>18</sup>. Weitere Paragraphen des WpHG verlangen organisatorische Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkollisionen (§ 33), verpflichten zur Dokumentation (§ 34), und berechtigen das neu gegründete Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) zur Überwachung der Meldepflichten und Verhaltensregeln (§§ 35 f). Eine Präzisierung dieser gesetzlichen Pflichten findet dadurch statt, daß der Gesetzgeber das Bundesministerium der Finanzen und das BAWe ermächtigt hat, Rechtsverordnungen und Richtlinien zu erlassen<sup>19</sup>.

## 3. Die Wohlverhaltensrichtlinie vom 26. Mai 1997 und das WpHG in der Fassung vom 27. April 1998

Nach § 35 Abs. 6 Satz 1 WpHG<sup>20</sup> ist das BAWe berechtigt, Richtlinien zu erlassen, um zu beurteilen, ob die Anforderungen nach den §§ 31–33 WpHG erfüllt sind. Nach zwei Entwürfen<sup>21</sup>, denen eine umfangreiche Diskussion mit den Spitzenverbänden vorausging, hat das BAWe am 26. Mai 1997 eine Richtlinie zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissions-, Festpreis- und Vermittlungsgeschäft der Kreditinstitute erlassen, die hier verkürzt als Wohlverhaltensrichtlinie bezeichnet wird<sup>22</sup>. Diese Wohlverhaltensrichtlinie bezieht sich auf die zweite Fassung des WpHG vom 18. Dezember 1995. Das am 1. Januar 1995 in Kraft getretene WpHG wurde inzwischen schon fünfmal revidiert<sup>23</sup>; die dritte und vierte Novellierung vom 1. Januar und 1. April 1998 haben das WpHG an zahlreichen Stellen geändert. Diese zögerliche Umsetzung

17 § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG.

18 Eine Konkretisierung der Vorschriften der Richtlinie ist auch unter dem Gesichtspunkt des Bestimmtheitsgrundsatzes des Art. 20 Abs. 3 GG wünschenswert, SCHWARK, aaO (Fn. 9), S. 109, 112.

19 §§ 34 Abs. 2 Satz 1, 34a Abs. 3 Satz 1 und 36 Abs. 5 Satz 1 WpHG durch Rechtsverordnung und nach § 35 Abs. 6 Satz 1 durch Richtlinien.

20 Vormals § 35 Abs. 2 WpHG.

21 1. Entwurf zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG, unveröffentlicht; 2. Entwurf abgedruckt in: ZBB 1996, 394 ff.

22 Der offizielle Name dieser Richtlinie v. 3. 6. 1997 lautet: „Richtlinie gemäß § 35 Abs. 2 des Gesetzes über den Wertpapierhandel (WpHG) vom 26. 7. 1994 (BGBl. I/1994, S. 1749), geändert durch Gesetz vom 18. Dezember 1995 (BGBl. I/ 1995, S. 1959) zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissions-, Festpreis- und Vermittlungsgeschäft der Kreditinstitute“; BAnz. Nr. 98, S. 6586; im Internet: <http://www.bawe.de>. Eine Compliance-Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten aus § 33 WpHG befindet sich noch in der Vorbereitung, WITTICH, WM 1997, 2026; Vortrag BÖTTGER v. 10. 12. 1997 im Institut für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens der Universität Mainz.

23 Siehe Fn. 2 und § 36 Abs. 6 Satz 2 WpHG.

der EG-Richtlinien in Teilschritten<sup>24</sup> mag den Vorteil der größeren politischen Durchsetzbarkeit haben und läßt sich mit der fehlenden deutschen Rechts tradition im Kapitalmarktrecht erklären<sup>25</sup>. Die Methode eines solchen Gesetzgebungsverfahrens reduziert aber die Rechtssicherheit. In concreto sind die auf dem WpHG aufbauenden Rechtsquellen, wie hier die Wohlverhaltensrichtlinie, an zahlreichen Stellen schon nicht mehr aktuell und werden deshalb, gerade ein Jahr alt, in einem aufwendigen Anhörungsverfahren erneut überarbeitet werden müssen. Jedes neue Gesetzgebungsverfahren zwingt die Verwaltung ihrerseits zum Handeln – nicht von ungefähr fühlt man sich an die steuerrechtliche Gesetzgebungsmaschinerie erinnert.

Die Wohlverhaltensrichtlinie unterscheidet fünf Regelungsabschnitte: Nach der Klärung des Anwendungsbereichs in Ziff. 1<sup>26</sup> folgen in einer Ziff. 2 Pflichten über allgemeine Informationen, die vor einer Wertpapierdienstleistung erbracht werden müssen. Ziff. 3 konkretisiert die Verpflichtung, Kundenangaben einzuholen<sup>27</sup> und zweckdienliche Informationen mitzuteilen<sup>28</sup>. In Ziff. 4 werden die Pflichten bei Ausführung des Kundenauftrages<sup>29</sup> und schließlich in Ziff. 5 die verbotenen Geschäfte geregelt<sup>30</sup>. Dieser Gliederung folgend ist zuerst auf Anwendungsbereich und Erkundigungspflichten<sup>31</sup> einzugehen, bevor der wichtige Umfang der Informationspflichten, insbesondere für den Fall, daß nur Kundenaufträge ausgeführt werden, untersucht wird<sup>32</sup>. Einen weiteren Komplex bilden mögliche Interessenkollisionen und verbotene Geschäfte<sup>33</sup>. Sodann ist die Rechtsqualität der Wohlverhaltensrichtlinie zu erörtern<sup>34</sup>. In diesem Rahmen ist zu klären, ob das BAWe durch die Einführung zahlreicher Aufzeichnungspflichten nicht seine Kompetenz überschritten hat und welche Aus-

24 Nach dem Ersten Finanzmarktförderungsgesetz von 1990 (BGBl. I/ 1990, S. 266) und Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz aus dem Jahre 1994 (BGBl. I/ 1994, S. 1748) ist nun bereits das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz (BGBl. I/ 1998, S. 529) verabschiedet, welches am 1. 4. 1998 in Kraft trat. Ein Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, das die geplante 13. Übernahme-RiL (zum letzten Stand der Gesetzgebungsarbeiten siehe KOM (97), 565 endg. = ABl. Nr. C 378, 10 v. 13. 12. 1997 = ZIP 1997, 2172 mit Einf. NEYE) umfassen soll, wird wohl nicht lange auf sich warten lassen. Siehe auch PÖTZSCH, WM 1998, 949, 966; MEDKNER, NJW 1998, 1896, 1902.

25 Zur geschichtlichen Entwicklung des anlegerschutzbezogenen Rechts in Deutschland HOPT, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 39 ff; ASSMANN, in: Nörr, 40 Jahre BRD – 40 Jahre Rechtsentwicklung, 1990, S. 251, 255, 267.

26 §§ 1, 2, 2a, 37 WpHG.

27 § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG.

28 § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG.

29 § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG.

30 § 32 WpHG.

31 Unter II.

32 Unter III.

33 Unter IV. und V.

34 Unter VI.

wirkungen die Richtlinie auf das Privatrecht hat. Zusammenfassende Thesen runden die Untersuchung ab<sup>35</sup>. Die Studie würdigt die Richtlinie des BAWe nicht nur gegenüber der alten und der aktuellen Fassung des WpHG, sondern vor allem auch gegenüber den europäischen Vorgaben eines „code of conduct“. Im Ergebnis werden unter anderem wegen der neuen Fassung des WpHG zahlreiche formale und inhaltliche Ergänzungen vorgeschlagen.

## II. Anwendungsbereich, allgemeine Informationen und die Einholung von Kundenangaben

### 1. Der Anwendungsbereich gemäß Ziff. 1

#### a) Ziff. 1 und die früheren Fassungen des WpHG

Ziff. 1 der Wohlverhaltensrichtlinie regelt den persönlichen und sachlichen Anwendungsbereich sowie dessen Ausnahmen. Im Gegensatz zum WpHG stellt die Richtlinie den persönlichen Anwendungsbereich systematisch vor den sachlichen.

Den persönlichen Anwendungsbereich faßt die Ziff. 1 enger als die alte Fassung des WpHG, weil beispielsweise Börsen- und Freimakler nicht von der Wohlverhaltensrichtlinie erfaßt werden<sup>36</sup>. Der sachliche Anwendungsbereich erstreckt sich auch auf solche Geschäfte, „bei denen Kundenaufträge von Wertpapierdienstleistungsunternehmen *lediglich* an andere Wertpapierdienstleistungsunternehmen *weitergeleitet* werden, *sofern* die Leistung sich *nicht auf die Weiterleitung beschränkt*“<sup>37</sup>. Diese Formulierung ist in sich widersprüchlich, weil Unternehmen, die Kundenaufträge „lediglich“ weiterleiten, sich zwangsläufig auf die Weiterleitung als Dienstleistung beschränken.

#### b) Der erweiterte sachliche und persönliche Anwendungsbereich des WpHG in der Fassung vom 1. Januar 1998

Durch die dritte Gesetzesänderung vom 1. Januar 1998 wurde der Anwendungsbereich des WpHG an die Artt. 1 und 2 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie angepaßt und damit wesentlich erweitert. Der sachliche Anwendungsbereich<sup>38</sup> umfaßt nun zusätzliche Wertpapierdienstleistungen, wie bei-

35 Unter VII.

36 Bereits nach § 2 Abs. 4 Nr. 2 WpHG a. F. wurden aber diese Personengruppen vom Anwendungsbereich des WpHG umfaßt, siehe ASSMANN, aaO (Fn. 4), § 2 WpHG Rdn. 26.

37 Ziff. 1 Abs. 3 Satz 2 Wohlverhaltensrichtlinie. Hervorhebungen durch die Verfasser.

38 Gänzlich neu sind § 2 Abs. 3 Nr. 3, 5 und 6 WpHG.

spielsweise die Tätigkeit der Vermögensverwalter mit Entscheidungsspielraum in § 2 Abs. 3 Nr. 6 WpHG<sup>39</sup>, und die Legaldefinition der Derivate beinhaltet jetzt unter anderem die besonders gefährlichen Wareterminkontrakte<sup>40</sup>. Besonders hervorzuheben sind die Wertpapiernebenleistungen, die nun erstmals unter das WpHG fallen<sup>41</sup>. Das sind gemäß § 2 Abs. 3a WpHG Verwahrung, Darlehensgewährung und die für die Praxis bedeutende Beratung bei der Anlage in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten<sup>42</sup>. Der persönliche Anwendungsbereich umfaßt in seiner neuen Fassung auch „Finanzdienstleistungsinstitute“<sup>43</sup>. Dieser Begriff ist nicht im WpHG geregelt, sondern erschließt sich erst durch § 1 Abs. 1a KWG<sup>44</sup>. Während Kreditinstitute Bankgeschäfte durchführen<sup>45</sup>, beschränken sich Finanzdienstleistungsunternehmen auf die in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1–7 KWG genannten Dienstleistungen, wie beispielsweise Anlagevermittlung, Abschlußvermittlung oder Finanzportfolioverwaltung<sup>46</sup>.

Der persönliche und sachliche Anwendungsbereich der Wohlverhaltensrichtlinie ist deswegen ergänzungsbedürftig. Nach eigener Einschätzung des BAWe müssen durch die Neufassung des WpHG erstmalig mehrere tausend Unternehmen die Wohlverhaltensregeln des WpHG beachten<sup>47</sup>. Sachlich ist die Wohlverhaltensrichtlinie beispielsweise um Wohlverhaltensregeln für die Anlageberatung und die Finanzportfolioverwaltung zu erweitern.

39 Dies entspricht Art. 1 Nr. 1 Wertpapierdienstleistungs-RiL iVm Anhang A Nr. 3.

40 § 2 Abs. 2 Nr. 1 lit. d) WpHG. Das BAWe weist darauf hin, daß gerade mit diesen Derivaten zahlreiche Anleger geschädigt worden seien; Pressemitteilung v. 28. 10. 1997, <http://www.bawe.de>. Als Beispiel aus der Rechtsprechung siehe BGH WM 1994, 453 ff – Waren- und Devisenterminoptionen.

41 Nach Art. 11 Abs. 1 Satz 3 Wertpapierdienstleistungs-RiL haben die Mitgliedstaaten die Wahl, ob sie die in Abschnitt C des Anhangs aufgeführten Wertpapiernebenleistungen den Wohlverhaltensregeln unterwerfen.

42 Zur Abgrenzung von Aufklärung und Beratung ausführlich Gliederungspunkt III.3.

43 § 2 Abs. 4 Var. 2 WpHG.

44 Eingeführt durch Gesetz v. 22. 10. 1997, BGBl. I/ 1997, S. 2518, in Kraft seit 1. Januar 1998.

45 Beispielhaft aufgeführt in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1–12 KWG.

46 Vom WpHG dagegen nicht umfaßt werden die in § 2a WpHG genannten Unternehmen sowie Unternehmen, die ausschließlich Wertpapiernebenleistungen erbringen. Nur wenn zumindest auch Wertpapier(haupt)dienstleistungen erbracht werden, liegt gemäß § 2 Abs. 4 WpHG ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vor; ebenso Art. 1 Nr. 2 Wertpapierdienstleistungs-RiL.

47 Pressemitteilung des BAWe v. 28. 10. 1997, <http://www.bawe.de>; FAZ v. 21. 6. 1997, S. 19; WITTICH, WM 1998, 1526.

## 2. Allgemeine Informationen vor Erbringen der Wertpapierdienstleistung gemäß Ziff. 2

### a) Aufklärung und allgemeine Information

Wertpapierdienstleistungsunternehmen haben ihren Kunden nach § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG „alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen“. Diese Informationspflicht setzt Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 5 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie um. Welche Informationen dies im einzelnen sind, wird allerdings weder im WpHG noch in der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie näher ausgeführt. Deshalb ist der Umfang der Informationspflichten umstritten, und es ist begrüßenswert, wenn das BAWe in der Wohlverhaltensrichtlinie den Begriff der „zweckdienlichen Information“ in Ziff. 3 Abs. 1 zu konkretisieren versucht. Danach hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden von sich aus über die beabsichtigten Geschäfte, insbesondere die Risiken und Eigenheiten einzelner Anlageformen aufzuklären. Allgemeine Informationen der Ziff. 2 über Art, Umfang und Kosten der angebotenen Wertpapierdienstleistung beziehen sich auf den Geschäftsabschluß und brauchen dagegen grundsätzlich nur auf Nachfrage gegeben zu werden<sup>48</sup>.

### b) Anforderungen an die Kenntnisnahme der Gebühren

Nach Ziff. 2.2 Abs. 1 hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden in geeigneter Weise zu ermöglichen, Informationen über Berechnung, Höhe und Art der Kosten zur Kenntnis zu nehmen. Diese sind außerdem auf Nachfrage zu erläutern. Im Gegensatz dazu sah der erste Entwurf der Wohlverhaltensrichtlinie noch die Pflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens vor, den Kunden über Höhe und Art der Dienstleistungskosten aktiv zu informieren<sup>49</sup>. Fraglich ist, wie diese geeignete Kenntnisnahme dem Kunden ermöglicht wird, ob beispielsweise ein aktives Informieren oder aber nur das bloße Bereithalten von Gebührentabellen erforderlich ist. Beide Ansichten werden in der Literatur vertreten, nämlich daß der Interessenwahrungsgrundsatz der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie verlange, die Vergütung ausdrücklich zu vereinbaren<sup>50</sup>, während nach anderer Ansicht die bisherige, dem Nr. 12 Abs. 1

48 Ziff. 2.1 Wohlverhaltensrichtlinie.

49 Ziff. 2.2 Abs. 1: „... muß den Kunden ... informieren ...“ und Ziff. 2.1: „hat dem Kunden ... Angaben zu machen.“ 1. Entwurf der Wohlverhaltensrichtlinie, aaO (Fn. 21).

50 Allerdings ohne Begründung und ohne Ausführungen, in welcher Form die Vergütung vereinbart werden muß, KOLLER, in: Assmann/Schneider, Komm. z. WpHG, § 31 Rdn. 16.

AGB-Banken<sup>51</sup> folgende Praxis beibehalten werden kann, durch Preisaushang in den Geschäftsräumen die Kenntnisnahme dieser Informationen zu ermöglichen<sup>52</sup>.

Für letztere Ansicht spricht zwar, daß weder WpHG noch Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie ausdrücklich eine aktive Informationspflicht *expressis verbis* vorsehen. Hingegen könnten Sinn und Zweck der Wohlverhaltensregeln eine derartige Informationspflicht fordern. Der gemeinschaftsrechtliche Interessenwahrungsgrundsatz<sup>53</sup> läßt sich anhand der eingangs genannten Empfehlung der Europäischen Kommission konkretisieren, weil bei Erlass der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie auf diese Bezug genommen wurde<sup>54</sup>. Danach muß das Publikum zuverlässige, zutreffende, klare, ausreichende und rechtzeitig verbreitete Informationen erhalten<sup>55</sup>. Sicherzustellen ist, daß diese Unterrichtung „tatsächlich geschieht“<sup>56</sup>. Bei telefonischer Order dürfte dafür das reine Bereithalten der Gebührentabelle nicht ausreichen, weil der Kunde von ihr nicht Kenntnis nehmen kann. Auch das deutsche WpHG geht davon aus, daß dem Kunden alle zweckdienlichen Informationen „mitzuteilen“ sind<sup>57</sup>. Mitteilen ist aber mehr als das bloße Bereithalten einer Gebührentabelle, die in der Praxis nicht selten versteckt angebracht ist und damit noch nicht einmal den Vorgaben

51 Die allgemeinen Geschäftsbedingungen der deutschen Banken in der Fassung vom 1. 1. 1993; hierzu BUNTE, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 1997, §§ 4–25 m. w. N.

52 Die Praxis stützt sich auf Nr. 12 Abs. 1 Satz 1 AGB-Banken, wonach die Höhe der Entgelte für die im Privatkundengeschäft üblichen Leistungen sich aus einem „Preisaushang“ ergibt. Hierin sind regelmäßig die Entgelte für den An- und Verkauf, die Limitierung und Girosammelverwahrung von Wertpapieren festgelegt. Sollte dies nicht der Fall sein, kann die Bank nach Nr. 12 Abs. 1 Satz 3 AGB-Banken die Höhe des Entgeltes nach billigem Ermessen (§ 315 BGB) bestimmen.

In der Literatur wird, soweit ersichtlich, diese Regelung für Wertpapierdienstleistungen nicht moniert: BIRNBAUM, in: Kumpel/Ott, Kapitalmarktrecht, Stand März 1998, Kennz. 631/1 S. 16; KÜMPEL, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdn. 2.38 f; BUNTE, aaO (Fn. 51), § 17 Rdn. 8 ff; BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 8), (8) AGB-Banken Nr. 12 Rdn. 1.

53 Ausführlich hierzu unten IV.2.

54 Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses, die zur Aufnahme der Wohlverhaltensregeln in die Wertpapierdienstleistungs-RiL führte, aaO (Fn. 13), Ziff. 2.19.5.

55 Nr. 2 Satz 1 der allgemeinen Grundsätze der Empfehlung der Kommission, aaO (Fn. 10); Ähnlich auch die Rechtsprechung: BGH WM 1990, 1658; BGH WM 1992, 770, 772; LG Paderborn WM 1996, 1843; In der Bond-Entscheidung, BGHZ 123, 126, heißt es: „Die Beratung der Bank muß richtig und sorgfältig, dabei für den Kunden verständlich und vollständig sein, die Bank muß zeitnah über alle Umstände unterrichten, die für das Anlagegeschäft von Bedeutung sind“.

56 Nr. 2 Satz 3 der Allgemeinen Grundsätze der Empfehlung der Kommission, aaO (Fn. 10).

57 § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG.

von § 2 AGBG entspricht<sup>58</sup>. Weil bei Wertpapierdienstleistungen erhebliche Preisschwankungen bestehen<sup>59</sup> und der Kunde vor der konkreten Anlageentscheidung im Zweifel nicht an die gesamte Palette der Gebühren denkt, sind diese allgemeinen Informationen für den Kunden auch regelmäßig erforderlich<sup>60</sup>. Das Mitteilen des Preises und ähnlicher Kosten würde zudem die Gebührentransparenz des Marktes erhöhen und den Kunden gegebenenfalls veranlassen, Vergleiche anzustellen. Solche Informationspflichten dienen den grundlegenden Zielen der Förderung des Finanzmarktes, weil sie den Wettbewerb und damit auch den Anlegerschutz verstärken<sup>61</sup>. Zur Erleichterung der Praxis wird man es aber im Gegensatz zur ersten Ansicht für ausreichend erachten müssen, wenn das Wertpapierunternehmen den Kunden auch ohne explizite Vereinbarung über seine Gebühren schriftlich in standardisierter Form informiert. Ausreichend ist damit auch der Hinweis auf eine Gebührentabelle oder eine entsprechende Faxnummer, wenn diese für den Kunden ohne weiteres erreichbar ist.

Die bisherige Praxis des Preisaushanges und damit auch Nr. 12 Abs. 1 AGB-Banken widerspricht folglich den gesetzlichen Anforderungen von WpHG und Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie. Sowohl das aktive Mitteilen als auch das bloße Bereithalten der Gebührentabelle kann unter das „Ermöglichen der Kenntnisnahme“ subsumiert werden. Deshalb ist der Wortlaut von Ziff. 2.2 Abs. 1 zu unpräzise und muß konkretisiert werden, um die unzulässige Praxis des Preisaushanges künftig auszuschließen<sup>62</sup>.

58 § 2 verlangt u.a. die Zumutbarkeit der Kenntnisnahme. BUNTE, aaO (Fn. 51), § 17 Rdn. 16 weist zutreffend darauf hin, daß allerdings eine Inhaltskontrolle wegen § 8 AGBG nicht stattfindet.

59 Bei Discount-Banken sind Preisunterschiede von bis zu 228 % festgestellt worden, METZ, VuR 1996, 183, 186 m. w. N.

60 Neben Maklercourtage und Provision fallen bei Bestehen eines Depotvertrages durch die Ausführung des Wertpapiergeschäftes auch noch Depotgebühren an.

61 Sie berücksichtigt auch die Integrität des Marktes, wie es der Interessenwahrungsgrundsatz der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie fordert, Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 1 und 4 Wertpapierdienstleistungs-RiL. Siehe auch Begründung des Regierungsentwurfes zum WpHG, BT-Drucks. 12/6679, S. 33; Stellungnahme des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918 S. 95; Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses zur Wertpapierdienstleistungs-RiL, aaO (Fn. 13), Ziff. 1.3; 2., 41. und 42. Erwägungsgrund der Wertpapierdienstleistungs-RiL. Zur Bedeutung der Transparenz beim Anlegerschutz siehe HOPT, aaO (Fn. 25), S. 182 ff.

62 Zutreffend ist dagegen die Regelung, nach der auf Mindestentgelte besonders hinzuweisen ist, so Ziff. 2.2 Abs. 1 Satz 2 Wohlverhaltensrichtlinie.

### 3. Einholung von Kundenangaben gemäß Ziff. 3

§ 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG verpflichtet das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, bestimmte Angaben von seinem Kunden zu verlangen. Dem Wortlaut des WpHG folgend wiederholt die Wohlverhaltensrichtlinie, daß die Kundenangaben Anlageziele, Kenntnisse oder Erfahrungen sowie die finanziellen Verhältnisse des Kunden umfassen müssen<sup>63</sup>. Allerdings fordert die Wohlverhaltensrichtlinie nur ein „Befragen“ des Kunden, während das WpHG die verbindlichere Formulierung der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie übernommen hat, daß Kundenangaben zu „verlangen“ sind<sup>64</sup>. Weil weiter unten in Ziff. 3.4 Satz 1 das „Befragen“ aber durch ein „Bemühen“ um die erforderlichen Kundenangaben präzisiert wird, wird man das Befragen dem „Verlangen“ des WpHG gleichstellen können.

Der Gesetzgeber hat in der 3. Novelle in § 31 Abs. 2 Satz 2 WpHG ausdrücklich klargestellt, daß der Kunde ein Recht hat, die geforderten Angaben zu verweigern. Schon nach der früheren Fassung des WpHG konnte die Einholung von Kundenangaben nicht gegen dessen Willen durchgesetzt werden. Gegenüber der Pflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, Angaben zu verlangen, kann sich der Kunde auf sein Recht auf informationelle Selbstbestimmung berufen<sup>65</sup>. Die Wohlverhaltensrichtlinie regelt, daß die Möglichkeit, keine Angaben zu machen, nicht Bestandteil eines Fragebogens sein darf, ohne allerdings positiv zu formulieren, in welcher Form eine solche Verweigerung möglich ist<sup>66</sup>. Schließlich wird dieses Weigerungsrecht systematisch ungeschickt erst nach den Aufklärungspflichten in Ziff. 3.4 und nicht schon bei den Erkundigungspflichten der Ziff. 3.1 geregelt.

De lege ferenda sollten die Bestimmungen über das Weigerungsrecht des Kunden überarbeitet werden, um das Verweigerungsrecht positiv zu definieren und systematisch zusammenhängend Umfang und Grenzen einzuholender Kundenangaben zu regeln. Zu weit geht allerdings die Forderung, das Wertpapierdienstleistungsunternehmen sei verpflichtet, den Bankkunden darauf hinzuweisen, daß Staatsanwaltschaft und Steuerfahndung gegebenenfalls Zugriff auf diese Daten nehmen können<sup>67</sup>. Denn damit würde man den Dienstleister dazu

<sup>63</sup> Weiter konkretisiert in Ziff. 3.1. Abs. 3 a) – c) Wohlverhaltensrichtlinie.

<sup>64</sup> § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG sowie Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 4 Wertpapierdienstleistungs-RiL.

<sup>65</sup> BVerfGE 65, 1, 38 ff = NJW 1984, 419 ff – Volkszählung; KOLLER, aaO (Fn. 50), § 31 WpHG Rdn. 92; BALZER, DB 1997, 2311 m. w. N.; ohne Begründung auch v. HEYMANN, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl., 1997, § 5 Rdn. 43.

<sup>66</sup> Die jetzige Fassung lautet: „Macht ein Kunde von seinem Recht Gebrauch...“, Ziff. 3.4 Satz 2 Wohlverhaltensrichtlinie.

<sup>67</sup> So aber RAESCHKE-KESSLER, WM 1996, 1764, 1768.

anhalten, den Kunden bei der Absicherung rechtswidriger Praktiken zu unterstützen. Darüber hinaus könnte der Kunde einen solchen Hinweis als Warnung verstehen und deswegen möglichst wenig Angaben machen. Ohne die entsprechenden Angaben kann aber das Wertpapierdienstleistungsunternehmen seinen Pflichten nach dem WpHG nicht mehr in vollem Umfang kundengerecht nachkommen.

Schließlich sind die formellen Voraussetzungen der Kundenweigerung zu präzisieren.

### III. Inhalt der Aufklärung gemäß Ziff. 3.2

#### 1. Zur Differenzierung von Information und Beratung nach dem WpHG

In Ziff. 3.2 werden umfangreiche Anforderungen an die Aufklärung gestellt, die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegenüber dem Kunden zu leisten hat.

Allerdings wird nicht weiter zwischen Aufklärung und Beratung unterschieden. Auch in der Literatur wird verschiedentlich behauptet, eine Trennung sei nicht möglich beziehungsweise überflüssig und deshalb aufzugeben<sup>68</sup>. Diese Ansicht ist jedoch nach der Fassung des WpHG vom 1. Januar 1998 nicht mehr haltbar, weil das WpHG ebenso wie die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie<sup>69</sup> eine deutliche Trennung von informierender Aufklärung und Beratung vornimmt<sup>70</sup>. Diese Differenzierung muß in einer Neubearbeitung der Wohlverhaltensrichtlinie nachvollzogen werden.

#### 2. Unterteilungen der zweckdienlichen Information

##### a) Abschluß-, instrument- und objektbezogene Information

Die Wohlverhaltensrichtlinie bezieht die erforderliche Aufklärung in Ziff. 3 Abs. 1 nur auf die einzelnen Anlageformen. Diese Begriffsbildung ist zu eng,

<sup>68</sup> VORTMANN, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, 4. Aufl., 1997, Rdn. 6; SIOL, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 1997, § 43 Rdn. 5; zweifelnd auch SCHÄFER, Haftung für fehlerhafte Anlageberatung und Vermögensverwaltung, 2. Aufl., 1995, S. 5; kritisch dagegen METZ, VuR 1996, 183, 184; MÖLLERS, JZ 1998, 404.

<sup>69</sup> Siehe Fn. 41.

<sup>70</sup> Zur Unterscheidung von Wertpapierdienstleistung und Wertpapiernebdienstleistung nach § 2 Abs. 3a WpHG siehe die obigen Ausführungen unter II.1.b). Von der Notwendigkeit einer Differenzierung aufgrund der neuen Rechtslage spricht auch REICH, WM 1997, 1601, 1607; BLIESENER, aaO (Fn. 5), § 13 I.2. A. A. noch KÜMPEL, WM 1995, 689, 691, der die Aufklärungspflicht für eine gesetzliche und die Beratung für eine vertragliche Pflicht erachtet; METZ, VuR 1996, 183, 184. Aber auch in der



weil die zweckdienliche Information im Sinne von § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG auf mindestens drei verschiedene Ebenen bezogen ist und in diesem Sinne unterteilt werden kann.

Gerade wurde gezeigt, daß auch die allgemeine oder besser *abschlußbezogene* Information über Preise als zweckdienliche Information nach § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG anzusehen ist<sup>71</sup>. Zur zweckdienlichen Information gehört darüber hinaus unstrittig die in der Richtlinie festgelegte *instrumentbezogene*<sup>72</sup> Information über die verschiedenen Anlageformen. In einzelnen Ziffern wird in der Richtlinie der Umfang der Aufklärung im Hinblick auf die jeweilige Anlageform wie Aktie, Investmentanteilschein, Derivate, Optionsscheine etc. präzisiert. In diese Unterteilung gehören auch generelle Informationen über besondere Umstände und Möglichkeiten vor dem Erwerb einer konkreten Wertpapiergattung. Erwähnt sei hier zum Beispiel die Möglichkeit der Limitierung von Aufträgen<sup>73</sup>. Die Unkenntnis einzelner Anleger von dieser Möglichkeit hat bei Märkten mit geringer Liquidität in jüngster Zeit für Aufregung gesorgt<sup>74</sup>.

Drittens ist zu prüfen, inwieweit das Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet ist, den Kunden über kursrelevante Daten eines bestimmten Anlageobjektes zu unterrichten. Auf dieser *objektbezogenen*<sup>75</sup> Informationsebene ist beispielsweise bei Aktien an die kürzlich veröffentlichte Bilanz eines Unternehmens, Charts oder Ad-hoc-Mitteilungen zu denken. Oft folgt diesen Daten ein Rating, also eine Prognose über die künftige Unternehmensentwicklung.

Einem solchen Verständnis der Informationsverpflichtung ließe sich entgegen, das Wertpapierdienstleistungsunternehmen schulde nur Aufklärung über die einzelnen Anlageformen, nicht aber über das konkret beabsichtigte Effektesgeschäft. Mit einer solchen Pflicht würde nämlich die Marktzutrittschwelle unverhältnismäßig erhöht, weil diese Information, würde sie zum gesetzlichen Maßstab erhoben, dem Wettbewerb entzogen werde<sup>76</sup>. Hingegen verändern gesetzliche Mindeststandards den Wettbewerb insoweit immer, als sie

alten Fassung des WpHG war diese Abgrenzung angelegt, weil der Gesetzgeber schon begrifflich zwischen Information und Empfehlung trennte, vgl. § 31 Abs. 2 Nr. 2 einerseits und § 32 Abs. 1 Nr. 1, 2, Abs. 2 Nr. 1 WpHG andererseits.

71 Siehe oben II.2.

72 Die instrumentbezogene Aufklärung kann auch als gattungsbezogen und anlageformbezogen bezeichnet werden. Weil die Wertpapierdienstleistungs-RiL und das WpHG von Finanzinstrumenten spricht, wird hier die instrumentbezogene Aufklärung als Begriff verwendet.

73 Ziff. 3.2 Abs. 1 Satz 1 Wohlverhaltensrichtlinie.

74 Zum Kursroulette am Neuen Markt siehe WIRTSCHAFTSWOCHEN 15/1998 v. 2. 4. 1998, S. 186.

75 DRYGALA, ZHR 159 (1995), 686, 721 f.; auch als anlagebezogene Aufklärung bezeichnet, BT-Drucks. 12/7918, S. 104.

76 So ausdrücklich BLIESENER, aaO (Fn. 5), § 13 II.1.c).

einen geringeren Standard nicht mehr zulassen. Auf welchem Niveau der Wettbewerb ausgetragen werden soll, muß sich deshalb an den Vorgaben des WpHG unter Berücksichtigung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie orientieren und nicht umgekehrt. Bereits nach dem Willen des deutschen Gesetzgebers sollte der Begriff der zweckdienlichen Informationen des § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG „sowohl auf die allgemeinen als auch auf die mit der Anlage speziell verbundenen Risiken“ bezogen werden<sup>77</sup>. Auch die systematisch-logische Auslegung fordert ein solches Ergebnis: Die Einholung der Kundenangaben erstreckt sich auf Erfahrungen, Kenntnisse, finanzielle Verhältnisse und Anlageziele des Kunden. Die Mitteilung von instrumentbezogenen Informationen ist auch ohne die Angabe der Ziele und finanziellen Verhältnisse der Kunden möglich<sup>78</sup>. Wäre nur die instrumentbezogene Information geschuldet, wären diese Kundenangaben folglich überflüssig. Eine Erkundigungspflicht ergibt aber nur Sinn, wenn sich daran entsprechende Informationspflichten anschließen<sup>79</sup>. Schließlich ist die objektbezogene Aufklärung auch unter teleologischen Gesichtspunkten sinnvoll. Für den Anleger sind abschluß- und instrumentbezogene Aufklärung nur das Basiswissen, um zu entscheiden, ob und in welcher Form er sein Geld am Kapitalmarkt anlegt. Nach der erfolgten instrumentbezogenen Aufklärung kennt der Anleger zwar beispielsweise das Risikopotential von Aktien; aber weil das Anlagerisiko auch bei Aktien stark differiert, ist dieses Basiswissen immer noch zu gering, um zu entscheiden, welche konkrete Aktie für den einzelnen Anleger passend ist<sup>80</sup>. Über eine anvisierte Aktie wird er im Zweifel einen hohen Informationsbedarf haben, ohne deshalb schon eine teure Beratung in Anspruch nehmen zu wollen. Diesem Ergebnis entspricht auch die Empfehlung der Kommission aus dem Jahre 1977: „Weil Unkenntnis eine Ursache der Mängel des Kapitalmarkts bildet, ist sicherzustellen, daß der Kunde tatsächlich informiert wird“<sup>81</sup>.

77 So der Finanzausschuß, BT-Drucks. 12/7918, S. 103.

78 In der Praxis erhält jeder Kunde vor seiner Anlageentscheidung die inhaltsgleichen „Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren“ des Bank-Verlages Köln, 1994, als Broschüre ausgehändigt.

79 SCHÄFER, in: Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, 1997, § 11 Rdn. 73; CAHN, ZHR 162 (1998), 1, 37 f.

80 So ist das Anlagerisiko von Werten des M-DAX höher als von DAX-Werten. Werte des M-DAX sind wiederum weniger risikofähig als Aktien des Neuen Marktes. Schließlich weichen auch die 30 DAX-Werte in ihrer Volatilität deutlich voneinander ab.

81 Siehe Nr. 2 der Allgemeinen Grundsätze sowie Begründung III. B. Abs. 1, aaO (Fn. 10).



### b) Die anlegergerechte Information

Um der Erkundigungspflicht des WpHG, die der Pflicht zur Information zeitlich vorausgeht, ihren vollen Sinn zu geben, müssen abschluss-, instrument- und objektbezogene Information zudem anlegergerecht durchgeführt werden. Damit müssen die verschiedenen Informationen bis zu einem gewissen Grad auf die Person des Anlegers zugeschnitten sein.

Die *abschlussbezogene* Aufklärung durch aktives Mitteilen ist bei jedem Kunden erforderlich, der noch nicht über das entsprechende Wissen verfügt<sup>82</sup>.

Fraglich ist, ob die *instrumentbezogene* Aufklärung anlegergerecht<sup>83</sup> ist, wenn die Aufklärung durch Informationsbroschüren standardisiert wird, wie es die Wohlverhaltensrichtlinie ausdrücklich zulässt<sup>84</sup>. Zwar sind einer Standardisierung natürliche Grenzen gesetzt<sup>85</sup>, weil ein „Zuviel“ an Aufklärung in concreto ein „Weniger“ an tatsächlicher Wissensvermittlung bewirken kann<sup>86</sup>, doch tragen die von den Wertpapierdienstleistungsunternehmen größtenteils verwandten Broschüren jetzt schon dem Vorwurf der „Informationsflut“ Rechnung, indem ausdrücklich auf die Möglichkeit selektiven Lesens hingewiesen wird<sup>87</sup>. Da die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie eine gruppenspezifische Pauschalisierung erlaubt<sup>88</sup> und auch andere EG-Richtlinien die Standardisierung durch Formblätter zulassen<sup>89</sup>, wird man diese Art der Aufklärung für zulässig erachten.

Schließlich muß die *objektbezogene* Aufklärung anlegergerecht durchgeführt werden. Weil die gruppenspezifische Differenzierung in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie angelegt ist, dürfen aber auch diese Informationen weitgehend standardisiert werden. Damit kann die bisher in der Praxis aufgrund der Kundenangaben durchgeführte Differenzierung nach Risikogruppen

82 Siehe oben Gliederungspunkt II.2.

83 Anschaulich ist nach Ziff. 3.2 Abs. 3 Satz 2 der Wohlverhaltensrichtlinie das „jeweilige Aufklärungsbedürfnis des Kunden“ zu berücksichtigen.

84 Ziff. 3.2 Abs. 1 Satz 2 Wohlverhaltensrichtlinie.

85 KÜMPEL, WM 1995, 689, 693; GASSNER/ESCHER, WM 1997, 93, 95; generell schon KOLLER, aaO (Fn. 50), § 31 WpHG Rdn. 116.

86 KOLLER, aaO (Fn. 50), § 31 WpHG Rdn. 118, befürchtet einen „Informationsüberfluß“; GASSNER/ESCHER, WM 1997, 93, 95 sprechen von einer „Flucht ins Papier“.

87 So ausdrücklich die „Basisinformation über Vermögensanlagen in Wertpapieren“, aaO (Fn. 78), S. 9. Der Text wurde von einem Arbeitskreis des zentralen Kreditausschusses erarbeitet und umfaßt ca. 120 Seiten in DIN A 4.

88 Ohne daß dieses Problem ausdrücklich angesprochen wird, differenziert der 32. Erwägungsgrund der Wertpapierdienstleistungs-RiL nach den „unterschiedlichen Schutzbedürfnissen der einzelnen Gruppen.“

89 Siehe beispielsweise der Prospekt nach § 2 Teilzeit-Wohnrechtgesetz v. 20. 12. 1996, BGBl. I/ 1996, S. 2154 beruhend auf der Time-Sharing-RiL 94/47/EWG v. 26. 10. 1994, ABl. Nr. L 280, 83 v. 29. 10. 1994; abgedruckt in: NJW 1995, 375 = EuZW 1995, 21.

für die Aufklärung fruchtbar gemacht werden<sup>90</sup>. Beispielsweise können die einzelnen Aktien dann konservativen, risikofreudigen und spekulativen Anlegern zugeordnet werden.

Grundsätzlich wird es dann ausreichen, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen darauf hinweist, daß es solche Informationen bereithält, die der Kunde beispielsweise über eine Faxnummer bzw. eine entsprechende Seite im Internet abrufen kann<sup>91</sup>. Ob der Anleger alle Anlageobjekte seiner Risikogruppe abrufen kann<sup>92</sup> oder jedes einzelne Objekt auf seine Tauglichkeit hin untersuchen muß, ist eine Frage des Services. Solche Informationen wären jedenfalls in einem gewissen Maße anlegerbezogen, selbst wenn ein Beratungsgespräch nicht stattfindet. Gleichzeitig würde die technische Abwicklung des Wertpapiergeschäfts als Massengeschäft nicht unnötig erschwert und verteuert.

### 3. Kriterien zur Abgrenzung der Information von der Beratung

Auf der Grundlage dieser gesetzlichen Anforderungen kann nun der Versuch unternommen werden, die zweckdienliche Information mit ihren Unterteilungen als abschluss-, instrument- und objektbezogene Aufklärung von der Beratung abzugrenzen.

Zum Teil wird die Ansicht vertreten, die Beratung sei individualisierend, die Aufklärung dagegen nichtindividualisierend<sup>93</sup>. Dagegen läßt sich jedoch einwenden, daß die Erkundigungspflicht des WpHG leerläuft, wenn die objektbezogene Aufklärung nicht zumindest gruppenspezifisch erfolgt.

Nach einer zweiten Auffassung ist die Beratung empfehlend, während die Aufklärung im engeren Sinne gerade dieses wertende Element des Kundenberaters nicht umfaßt<sup>94</sup>. Einschätzungen, Prognosen, Markterwartungen oder Ratings werden aber auch nach dieser Ansicht der Aufklärung zugeordnet, obwohl sich solche Informationen auf die Zukunft beziehen und daher bewertende und letztlich auch empfehlende Elemente umfassen. Es erscheint deshalb

90 Auf eine solche Einteilung zielen die von den Banken verwendeten Fragebögen. BLIESENER, aaO (Fn. 5), § 13 II.1. f) bb) hält diese Einteilung für überflüssig und vom Gesetz nicht gefordert.

91 Telefonische Order könnten dagegen künftig teurer werden, weil der Bankangestellte entsprechende Informationen zumindest in Kurzform dem Kunden mitteilen muß. Vertiefende Ausführungen müssen einer eigenen Studie vorbehalten bleiben.

92 Jetzt schon realisiert auf der Web-Seite der Deutschen Bank, wo alle objektbezogenen Informationen zu den DAX-Werten abgefragt werden können; www.deutschebank.de.

93 BLIESENER, aaO (Fn. 5), § 11 I.2. b); § 13 I.2.

94 Sie wird auch als „eigentliche Beratung“ bezeichnet: SCHÄFER, aaO (Fn. 79), § 11 Rdn. 59; BALZER, DB 1997, 2311, 2313.

widersprüchlich, wenn die genannte Ansicht diese empfehlenden Informationen der beratungslosen Aufklärung zuordnet<sup>95</sup>.

Weil keines dieser Kriterien vollends zu überzeugen vermag, erscheint es sinnvoller, die Abgrenzung zwischen Aufklärung und Beratung mittels drei verschiedener Kriterien vorzunehmen: Umfang der objektbezogenen Information, Inhalt der Kundenfrage sowie Umfang und Qualität der Bewertungsleistung des Kundenberaters. Dabei sind die beiden letzten Kriterien als zwei Seiten einer Medaille kumulativ zu prüfen.

Der *Umfang der objektbezogenen Information* kann bei einer Beratungsleistung den der Aufklärung übersteigen und über das gesetzliche Mindestmaß hinaus Tendenzen und Gerüchte umfassen, die in hohem Maße kursbeeinflussend wirken<sup>96</sup>. Dies ist aber nur ein erstes Indiz für das Vorliegen einer Beratung. Eine überobligatorische Aufklärung muß nicht zwangsläufig in eine Beratung münden und eine Beratung kann auch gerade dann gewünscht sein, wenn sich der Kunde mit den Einzelinformationen nicht befassen möchte, so daß dieses Kriterium im Zweifelsfall nicht allein entscheidend sein kann.

Stichhaltiger ist die Erkenntnis, daß der jeweilige *Inhalt der Kundenfrage* darüber entscheidet, ob sich ein Beratungs- oder Aufklärungsgespräch entwickelt. Bei der Aufklärung wird die Frage des Kunden konkreter und auf Information gerichtet sein, beispielsweise: „Was wissen sie zur Anlage X?“. Wird Beratung gewünscht, fragt der Kunde dagegen: „Was würden sie an meiner Stelle tun?“. Anders ausgedrückt: Das für den Kunden angemessene Wertpapier wird bei der Beratung empfohlen, bei der Aufklärung muß der Kunde Informationen über bestimmte Anlageobjekte erfragen und sich dann eine eigene Meinung bilden<sup>97</sup>.

Die stärkste Bedeutung kommt aber dem dritten Kriterium zu, welches sich auf den Inhalt der Antwort auf die Frage des Kunden bezieht. *Umfang und Qualität der Bewertungsleistung* sind bei der Beratung deutlich höher als bei der Aufklärung. Ratings und Prognosen zählen zur objektbezogenen Information<sup>98</sup>, obwohl sie wertenden Charakter haben. Die Empfehlungen, die auch im Internet veröffentlicht werden, sind aber nicht auf den einzelnen Anleger zugeschnitten und können deswegen nicht immer zu einem anlegergerechten Portefeuille führen<sup>99</sup>. Die objektbezogene Aufklärung allgemein

95 So aber SCHÄFER, aaO (Fn. 79), § 11 Rdn. 59; BALZER, DB 1997, 2311, 2313.

96 Hierzu zählen mögliche Unternehmensübernahmen oder das Gerücht, ein US-amerikanisches Broker-Haus hätte eine bestimmte Aktie zum Kauf empfohlen.

97 Ähnlich auch KIENLE, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 1997, § 110 Rdn. 3.

98 Zutreffend insoweit SCHÄFER, aaO (Fn. 79), § 11 Rdn. 59; BALZER, DB 1997, 2311, 2313.

99 So können spekulative Werte in geringem Umfang durchaus in das Portefeuille eines konservativen Anlegers passen.

kann, weil sie gruppenspezifisch erfolgen darf, nicht die optimale Anlageentscheidung für den Kunden ermöglichen. Im Unterschied dazu bildet sich der Berater aus seiner Kenntnis des individuellen Kunden und seinem gesamten Wissen über Wertpapiere ein auf den Kunden höchstpersönlich zugeschnittenes Urteil. Hierfür sind Risikoprofil und sämtliche Sonderwünsche des Kunden zu berücksichtigen.

#### 4. Der Pflichteninhalt der Execution-Only-Deals gemäß Ziff. 3.6

##### a) Zum Begriff von Execution-Only-Deals und Discount-Brokers

Die sogenannten Execution-Only-Deals zeichnen sich nach der Definition der Wohlverhaltensrichtlinie dadurch aus, daß das Wertpapierdienstleistungsunternehmen Aufträge lediglich ausführt<sup>100</sup>. Zutreffend stellt die Richtlinie auf den Umfang der Dienstleistung ab und nicht auf die Vertriebsform. Zwar hat sich in Deutschland die Frage der beratungs- und informationslosen Wertpapierdienstleistung unter dem Begriff des Discount-Brokers eingebürgert<sup>101</sup>; das Abstellen auf die rein ausführende Dienstleistung ist jedoch exakter, weil einerseits auch filiallose Discount-Broker in vollem Umfang Aufklärung und Beratung anbieten<sup>102</sup> und andererseits auch herkömmliche Banken dem Kunden ausdrücklich offerieren, Kundenaufträge nur auszuführen und in diesem Rahmen Preisvorteile an den Kunden weitergeben<sup>103</sup>.

Die Regelung der Execution-Only-Deals in der Richtlinie des BAWe ist allerdings unvollständig, weil sie den Pflichteninhalt dieser Dienstleistung nicht adäquat umschreibt. Nur mittelbar läßt sich aus den Sätzen 2 und 3 der Ziff. 3.6 schließen, daß bei Execution-Only-Deals die instrumentbezogene Aufklärung, nicht aber die Beratung geschuldet sein soll<sup>104</sup>. In welchem Umfang auch bei Execution-Only-Deals eine objektbezogene Aufklärung geschuldet wird, bleibt gänzlich unklar. Dieser noch weitgehend ungeklärte Pflichtenumfang ist jedoch von höchster praktischer Relevanz. Discount-Broker haben nach ihrer Ein-

100 Ziff. 3.6. Satz 1 Wohlverhaltensrichtlinie.

101 Die Bezeichnungen hierfür variieren: Direktbanken, Execution-Only-Business, Discount-Brokering, Discountbrokerage, Telefon-Banking. Siehe auch BALZER, DB 1997, 2311, Fn. 1.

102 So beispielsweise die Advance-Bank.

103 Beispielsweise die Bayerische Vereinsbank über das Servicetelefon.

104 Ziff. 3.6 Satz 3 Wohlverhaltensrichtlinie: „Sofern das Unternehmen dem Kunden Informationen zukommen läßt, die über die in diesem Abschnitt geregelte Aufklärung hinausgehen, zum Beispiel durch Marktkommentare, Charts oder Analysen, hat es gegenüber dem Kunden klarzustellen, daß diese Informationen keine Anlageberatung darstellen, sondern lediglich die selbständige Anlageentscheidung des Kunden erleichtern sollen.“

führung in Deutschland 1994<sup>105</sup> das Geschäftsvolumen im Jahr 1996 gegenüber dem Vorjahr verzehnfachen können<sup>106</sup>. Sie haben sich auch in anderen Mitgliedstaaten der EG etabliert<sup>107</sup> und wickeln derzeit noch die große Masse der Execution-Only-Deals ab.

#### b) Die beratungsfreie Wertpapierdienstleistung

Zum Teil wird behauptet, eine beratungsfreie Wertpapierdienstleistung verstieße gegen die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie und das WpHG<sup>108</sup>. Die Pflicht zur Einholung von Kundenangaben wäre nur sinnvoll, wenn auch eine Beratung geschuldet würde<sup>109</sup> bzw. die Pflicht zur zweckdienlichen Information verlange eine Beratung des unerfahrenen Kunden<sup>110</sup>. Wenn Art. 11 Satz 2 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie nach der Professionalität des Kunden unterscheide und Art. 11 Satz 4 Spiegelstrich 1 und 2 Wertpapierfirmen zur Ausübung ihrer Tätigkeit im bestmöglichen Interesse verpflichte, dürfe man unerfahrenen Anlegern nicht risikoreiche Wertpapiere ohne Beratung anbieten<sup>111</sup>.

Diese Ansicht geht aber implizit davon aus, daß die Beratung einen selbstständigen Bestandteil von Wertpapierdienstleistungen im Sinne der europäischen Wohlverhaltensregeln darstellt. Wie schon ausgeführt, ist die Beratung aber gerade nicht Bestandteil jeder Wertpapierdienstleistung, sondern stellt nach dem eindeutigen Wortlaut der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie eine Wertpapiernebenleistung dar<sup>112</sup>. Da die Neufassung des WpHG vom 1. Januar 1998 diese Differenzierung übernommen hat, ist die Ansicht überholt<sup>113</sup>.

105 Am 16. 5. 1994 nahm die DAB GmbH als erster Discount-Broker ihre Geschäftstätigkeit auf. Für einen Überblick über die Anfänge und Prognosen des Discount-Broking: DAHLHAUSEN/SIEBALD, Bank und Markt 1995, 28; JÜTTEN, Die Bank 1995, 221; SCHÜTT, Die Bank 1995, 101, 102; vgl. aber den skeptischen Artikel in der SZ v. 12. 1. 1998, S. 19, „Die Euphorie ist verflogen, Optimistische Direktbank-Prognosen haben sich bisher nicht erfüllt.“

106 EICHORN/BINSCH/FRANK, Die Bank 1997, 410.

107 Zum Beispiel in England, Frankreich und Österreich, KÖLSCH, WM 1996, 1169.

108 RELLERMEYER, WM 1995, 1981, 1987, der die Meinung von Diskussionsteilnehmern am Bankrechtstag 1995 wiedergibt; KÖNDGEN, ZBB 1996, 361, 365; METZ, VuR 1996, 183, 184 ff.

109 Stellungnahme der Verbraucher-Zentrale Nordrhein-Westfalen, S. 9 (unveröffentlicht). Zu diesem Argument siehe auch Gliederungspunkt III.2. a), aaO (Fn. 79).

110 So wohl METZ, VuR 1996, 183, 184 f.

111 KÖNDGEN, ZBB 1996, 361, 365.

112 Siehe oben Gliederungspunkt III.1.

113 Für eine Differenzierung zwischen Aufklärung und Beratung nach der alten Rechtslage bereits KOLLER, aaO (Fn. 50), § 31 WpHG Rdn. 96; KIENLE, aaO (Fn. 97), § 110 Rdn. 3; BALZER, DB 1997, 2311, 2313; REICH, WM 1997, 1601, 1605.

#### c) Die objektbezogene Aufklärung bei Execution-Only-Deals

Bei den Execution-Only-Deals wird häufig neben der Beratung auch die objektbezogene Aufklärung ausgeschlossen<sup>114</sup>. Dies wird zum Teil für rechtmäßig erachtet, fehlten bei der rein ausführenden Dienstleistung doch Verhandlungen im Sinne von Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 5 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie; auch sei die anlagebezogene Aufklärung weder „zweckdienlich“ noch „erforderlich“ und entspreche nicht „Art und Umfang“ des beabsichtigten Geschäfts im Sinne von § 31 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG<sup>115</sup>. Auch die Wohlverhaltensrichtlinie des BAWe scheint die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu einer objektbezogenen Aufklärung nicht zu verpflichten, weil diesbezüglich jeglicher Pflichteninhalt in Ziff. 3.6 fehlt<sup>116</sup>.

Diese Ansichten vermögen jedoch nicht zu überzeugen, weil die objektbezogene Aufklärung von der Informationspflicht des § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG umfaßt ist<sup>117</sup>. Eine Sonderbehandlung von Execution-Only-Deals kann nicht mit dem Inhalt der vereinbarten Dienstleistung oder Vertriebsform<sup>118</sup> begründet werden. Die gesetzlichen Informationspflichten als Mindeststandard würden sinnentleert, wenn ihr Umfang durch Vereinbarung beliebig reduziert werden könnte. Außerdem erlaubt Art. 11 Abs. 1 Satz 2 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie als Mindestregel nur eine Differenzierung nach der Professionalität des Kunden, so daß die Einführung eines weiteren Differenzierungsmerkmals „Execution-Only-Deal“ für die Höhe der Informationspflichten richtlinienwidrig wäre<sup>119</sup>. Ein anderes Ergebnis ergäbe sich nur, wenn die Pflicht zur objektbezogenen Aufklärung abdingbar wäre. Weil es sich bei § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG aber (auch) um eine aufsichtsrechtliche Vorschrift handelt, ist ein rechtsgeschäftlicher Verzicht auf Information nicht möglich<sup>120</sup>. Folglich ist auch

114 SCHWARK, aaO (Fn. 9), S. 109, 126; METZ, VuR 1996, 183.

115 So explizit die Empfehlung des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 104; KÜMPEL, WM 1995, 689, 693 f; SCHÖDERMEIER, WM 1995, 2053, 2055; hinsichtlich der Erkundigungspflicht KÖNDGEN, ZBB 1996, 361, 365, der die Überlegung dann doch an der gleichfalls geforderten Berücksichtigung des Kundeninteresses scheitern läßt.

116 Ausdrücklich dies für rechtmäßig erachtend BIRNBAUM, aaO (Fn. 52), Kennz. 631/1 S. 17.

117 Ausführlich hierzu unter III.2.a).

118 Die Ansicht verkennt, daß sich „Art und Umfang“ auf die „beabsichtigten Geschäfte“, also die Wertpapiere, die der Anleger zu kaufen gedenkt, nicht aber auf die Vertriebsform bezieht, so schon METZ, VuR 1996, 183; REICH, WM 1997, 1601, 1606.

119 REICH, WM 1997, 1601, 1606.

120 KOLLER, aaO (Fn. 50), § 31 WpHG Rdn. 126; KÖNDGEN, ZBB 1996, 361, 365; BALZER, DB 1997, 2311, 2314; REICH, WM 1997, 1601, 1604.

bei Execution-Only-Deals die objektbezogene Aufklärung als zweckdienliche Information erforderlich<sup>121</sup>.

#### d) Reduzierung der Erkundigungspflicht

Für Execution-Only-Deals soll sich die Erkundigungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach Ziff. 3.6 grundsätzlich nur auf die Kenntnisse oder Erfahrungen des Kunden beziehen. Nur für den Fall, daß zur Durchführung des beabsichtigten Geschäfts Kredit eingeräumt oder das Hinterlegen von Sicherheit verlangt wird, soll sie auch Anlageziele und finanzielle Verhältnisse des Kunden umfassen<sup>122</sup>. Damit bleibt die Wohlverhaltensrichtlinie hinter den Vorgaben von § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG zurück, da dieser Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei Erforderlichkeit im Kundeninteresse immer verpflichtet, auch Anlageziele und finanzielle Verhältnisse des Kunden zu erfragen.

Dieses Ergebnis wird zum Teil für konsequent erachtet, weil die Angaben des Kunden über seine Anlageziele nur bei einer Beratung benötigt würden<sup>123</sup>.

Dem ist jedoch zu widersprechen. Objektbezogene Informationen sind, wie erörtert, anlegergerecht zu vermitteln. Nur durch die Angabe der Anlageziele ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen aber in der Lage, eine gruppenspezifische Information zu ermöglichen<sup>124</sup> und den Auftrag im Interesse des Kunden auszuführen<sup>125</sup>.

#### 5. Ausnahmen zu Ziff. 3

Nach Ziff. 3.8 der Richtlinie des BAWe kann von der Einholung von Kundenangaben und Aufklärung in bestimmten Fällen abgesehen werden. Über den persönlichen Anwendungsbereich von § 37 WpHG hinaus müssen neben Wertpapierdienstleistungsunternehmen auch solche Marktteilnehmer nicht informiert werden, die im Zusammenhang mit ihrer gewerblichen Tätigkeit regelmäßig Geschäfte in Wertpapieren in einem Umfang abschließen, der vertiefte Fachkenntnisse voraussetzt. Formal ist zusätzlich erforderlich, daß das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dies dem Kunden schriftlich mitteilt und dieser

121 A. A. BALZER, ZBB 1997, 260, 266; HORN, ZBB 1997, 39, 151 und die Literaturangaben in Fn. 115.

122 Ziff. 3.6 Satz 4 und 5 Wohlverhaltensrichtlinie.

123 So SCHÖDERMEIER, WM 1995, 2053, 2055; KONDGEN, ZBB 1996, 361, 364; BALZER, ZBB 1997, 260, 266.

124 Siehe hierzu Gliederungspunkt III.2. b).

125 Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 2 Wertpapierdienstleistungs-RiL; § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.

nicht unverzüglich widerspricht. Die Ausdehnung des persönlichen Anwendungsbereiches über § 37 WpHG hinaus wird man nicht damit rechtfertigen können, daß wegen der Enge des Personenkreises niemand Einwendungen haben wird<sup>126</sup>. Weil das BAWe nicht befugt ist, den Kreis der Ausnahmen zu erweitern, muß diese Ausweitung den Vorgaben der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie und des WpHG inhaltlich entsprechen.

Die hier genannten gewerblichen Marktteilnehmer sind zwar nicht ausdrücklich vom dem Anwendungsbereich der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie ausgenommen. Weil diese aber explizit die Professionalität als Differenzierungsgrund für Erkundigungs- und Informationspflichten zuläßt<sup>127</sup>, läßt sich die Vereinbarkeit von Ziff. 3.8 mit dem WpHG bejahen.

#### IV. Wohlverhaltenspflichten bei der Ausführung des Kundenauftrages gemäß Ziff. 4

##### 1. Sorgfaltspflichten bei der Auftragsausführung

Pflichten bei der Ausführung des Kundenauftrages werden in einem umfangreichen Kapitel der Wohlverhaltensrichtlinie geregelt. Der schon in der Empfehlung der Kommission genannte Gleichbehandlungsgrundsatz verpflichtet dazu<sup>128</sup>, Kunden untereinander und Mitarbeiter gegenüber Kunden nicht bevorzugt zu behandeln<sup>129</sup>. Das gilt auch für Neuemissionen, die für den Erwerber wegen der häufig anzutreffenden überproportionalen Kurssteigerung finanziell besonders lukrativ und deshalb begehrt sind<sup>130</sup>. Werden Kundenaufträge mit Eigengeschäften zusammengefaßt und können nicht alle Aufträge ausgeführt werden, haben Kundenaufträge Vorrang<sup>131</sup>. Die Dokumentation der Aufträge soll die Einhaltung dieser Pflichten sicher stellen.

Aufträge sind darüber hinaus im „bestmöglichen“ Interesse des Kunden auszuführen<sup>132</sup>. Dieser auch in anderen Ländern anerkannte Grundsatz der best-execution<sup>133</sup> verpflichtet das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, dem

126 So aber KONDGEN, ZBB 1996, 361, 363.

127 § 11 Abs. 1 Satz 2 und 32. Erwägungsgrund Wertpapierdienstleistungs-RiL. Ebenso bereits KOLLER, aaO (Fn. 50), § 31 WpHG Rdn. 88 mit Hinweis auf den Willen des europäischen Gesetzgebers bei Erlass der Wertpapierdienstleistungs-RiL.

128 Nr. 2 und 3 der Allgemeinen Grundsätze der Empfehlung, aaO (Fn. 10).

129 Ziff. 4 Abs. 1 und 4.1 Abs. 1 Wohlverhaltensrichtlinie.

130 Ziff. 4.4 Abs. 2 Satz 2 Wohlverhaltensrichtlinie.

131 Ziff. 4.5 Abs. 3 Satz 1 Wohlverhaltensrichtlinie.

132 Ziff. 4.3 Abs. 1 Satz 1 Wohlverhaltensrichtlinie.

133 Siehe die rechtsvergleichenden Ausführungen zum britischen Recht bei BLIESENER, aaO (Fn. 5), § 9 II.3.

Kunden gegenüber den günstigsten Preis zu ermitteln<sup>134</sup> und ihm die Risiken zu verdeutlichen, wenn sein Auftrag erkennbar nicht mit seinen Interessen übereinstimmt<sup>135</sup>. Dies kann beispielsweise eintreten, wenn ein großes Ordervolumen eines wenig gehandelten Wertpapiers den Kurs deutlich stärker beeinflussen würde als mehrere kleinere Order, die dem Gesamtvolumen des Auftrages entsprechen.

## 2. Die Interessenwahrungspflicht des Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 1 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und ihre Umsetzung in deutsches Recht

Nach Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 1 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie muß die Wertpapierfirma bei der Ausübung ihrer Tätigkeit „recht und billig im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden und der Integrität des Marktes“ handeln. Auch Spiegelstrich 7 verpflichtet sie dazu, allen für die Ausübung ihrer Tätigkeit geltenden Vorschriften im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden und der Integrität des Marktes nachzukommen. Der deutsche Gesetzgeber hat auf eine gleichlautende Umsetzung dieser Interessenwahrungspflicht als gesonderten Grundsatz im Rahmen des WpHG verzichtet und nur die Pflichten zur Sorgfalt und zur Vermeidung von Interessenkollisionen sowie Erkundigungs- und Informationspflicht auf das Interesse des Kunden bezogen<sup>136</sup>. Wegen der Nichtumsetzung in einem eigenständigen Grundsatz fehlen nun im WpHG die Tatbestandsmerkmale „recht und billig“ und „Integrität des Marktes“. Auch die deutsche Umsetzung der von Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 3 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie geforderten Organisationspflicht wird nicht auf das Interesse des Kunden bezogen<sup>137</sup>. Das WpHG bleibt deshalb dem Wortlaut nach hinter den Vorgaben der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zurück<sup>138</sup>.

Insoweit ist es zu begrüßen, daß zumindest die Wohlverhaltensrichtlinie den Grundsatz der best-execution aufgreift und mit der angesprochenen Warnpflicht konkretisiert. Allerdings zwingt die fehlende Umsetzung des deutschen Gesetzgebers zu einem erhöhten dogmatischen Argumentationsaufwand. Die Warnpflicht läßt sich nicht auf die Informationspflicht zurückführen, zielt diese doch auf das „beabsichtigte“ Geschäft, während die Warnpflicht auch zeitlich

134 Ziff. 4.3. Abs. 1 S. 4 Wohlverhaltensrichtlinie.

135 Ziff. 4.3. Abs. 1 S. 3 Wohlverhaltensrichtlinie.

136 § 31 Abs. 1 Nr. 1 und 2, Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 und 2 WpHG entspricht Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 2, 6, 4 und 5 Wertpapierdienstleistungs-RiL.

137 Umgesetzt durch § 33 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.

138 A. A. die herrschende Literatur, die formuliert, die §§ 31 f WpHG würden gerade diesen Grundsatz umsetzen, so KÜPPEL, WM 1993, 2025, 2026 f; DERS., WM 1994, 229, 233; GRIMM, WiB 1995, 56, 57; KOLLER, aaO (Fn. 50), Vor § 31 WpHG Rdn. 19.

nach der getroffenen Anlageentscheidung eingreifen kann<sup>139</sup>. Ebenso wenig läßt sie sich aus dem Geschäftsbesorgungsvertrag nach § 675 BGB, §§ 383 ff HGB herleiten<sup>140</sup>, denn dann wäre eine Konkretisierung durch das BAWe unzulässig, weil diese sich nur auf die Pflichten der §§ 31 ff WpHG beziehen darf.

Nun ließe sich die Auffassung vertreten, Interessenwahrungspflicht und Sorgfaltspflicht seien identisch und liefen gleich<sup>141</sup>. Dagegen sprechen aber die vergleichbar angelegte Differenzierung in § 384 Abs. 1 HS 1 und 2 HGB<sup>142</sup> und rechtsvergleichende Erfahrungen, nämlich Differenzierungen im US-amerikanischen Recht<sup>143</sup> und in den internationalen Rules of Conduct<sup>144</sup>. Der Rechtsfindung und Rechtssicherheit wäre besser gedient gewesen, wenn der Gesetzgeber den Interessenwahrungsgrundsatz des Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 1 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie ausdrücklich umgesetzt hätte. Nun muß ein solcher, den Interessen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gegebenenfalls auch widersprechender best-execution-Grundsatz richtlinienkonform<sup>145</sup> in die Sorgfaltspflicht des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG hineininterpretiert werden<sup>146</sup>.

139 Auch die Wertpapierdienstleistungs-RiL verpflichtet nur zur Information bei den „Verhandlungen“, Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 5.

140 Zu vergleichbaren Pflichten aus § 384 HGB siehe KOLLER, Großkomm. z. HGB, 3. Aufl., 1980, § 384 Rdn. 1; SCHLEGELBERGER/HEFERMEHL, Komm. z. HGB, 5. Aufl., 1977, § 384 Rdn. 10, 14.

141 Von weitgehender Deckung spricht KÜPPEL, WM 1995, 689; GRIMM, WiB 1995, 56, 57.

142 Im Unterschied zur Sorgfaltspflicht ist die Interessenwahrungspflicht grundsätzlich unabhängig vom erforderlichen Aufwand, KOLLER, aaO (Fn. 140), § 384 HGB Rdn. 17.

143 Zu den unterschiedlich hohen Anforderungen bei der duty of loyalty gegenüber der duty of care BLIESNER, aaO (Fn. 5), § 9 I.

144 International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) Technical Committee, Report „International Conduct of Business Principles“, July 9, 1990, Honesty and Fairness als Principle 1 und Diligence als Principle 2; im Internet unter <http://www2.iosco.org>.

145 Weil sich der Wortlaut von Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 1 und 2 nahezu decken, ist eine richtlinienkonforme Auslegung möglich und der Bereich der problematischen richtlinienkonformen Rechtsfortbildung noch nicht erreicht. Siehe genauer jüngst MÖLLERS, EuR 1998, 1, 30 ff m. w. N. Schon KOLLER weist darauf hin, daß der Interessenwahrungsgrundsatz in die Sorgfaltspflicht hineingelesen werden muß; siehe KOLLER, aaO (Fn. 50), § 31 WpHG Rdn. 7.

146 Ohne eine gesetzliche Grundlage würde dem BAWe die Regelungskompetenz für diese Bestimmungen fehlen; genauer unten VI.

### V. Verbotene und zulässige Geschäfte gemäß Ziff. 5

Der fünfte Abschnitt konkretisiert die besonderen Verhaltensregeln des § 32 WpHG. Er unterteilt sie in Empfehlungsverbote (Ziff. 5.1) sowie verbotene Eigengeschäfte zum Nachteil des Kunden (Ziff. 5.2) und erweitert den persönlichen Anwendungsbereich (Ziff. 5.3).

Verbotene Eigengeschäfte zum Nachteil des Kunden sind beispielsweise das sogenannte Vor-, Mit- oder Gegenlaufen, das vorliegt, wenn ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Kenntnis oder Erwartung von Kundengeschäften Eigengeschäfte abschließt und damit den Kunden schadet<sup>147</sup>. Das Vorlaufen oder Front-running ist für das Wertpapierdienstleistungsunternehmen besonders dann lukrativ, wenn es Wertpapiere erwirbt, deren Preis aufgrund einer Empfehlung, die in naher Zukunft veröffentlicht wird, zu steigen verspricht. Dieser Unterfall des Front-running, das sogenannte Scalping, hat in der Vergangenheit immer wieder zu massiven Anlegerbeschwerden geführt<sup>148</sup>. Das Verbot des Scalping, welches sich aus § 32 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ergibt<sup>149</sup>, soll nach der Wohlverhaltensrichtlinie in einigen Fällen nicht eingreifen. Zwei dieser Ausnahmen sollen an dieser Stelle näher betrachtet werden.

#### 1. Mitteilung der Empfehlung gegenüber der Bereichsöffentlichkeit

Eigengeschäfte im oben genannten Sinne sollen zulässig sein, sobald der Kunde eine ausreichende Reaktionsmöglichkeit hat, die veröffentlichte Empfehlung zu berücksichtigen<sup>150</sup>. Eine Empfehlung gilt aber bereits dann als veröffentlicht, wenn die sogenannte Bereichsöffentlichkeit durch ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, wie beispielsweise Reuters, informiert wurde<sup>151</sup>. Solche elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme sind jedoch kein taugliches Mittel, um den Anleger zu informieren, weil diesem zu diesen Systemen regelmäßig der Zugang fehlt<sup>152</sup>. Um die Bereichsöf-

147 KOLLER, aaO (Fn. 50), § 32 WpHG Rdn. 11, § 31 WpHG Rdn. 54 ff.

148 Über Exzesse am Neuen Markt SCHÄFER, Wirtschaftswoche v. 2. 4. 1998, S. 188; SCHUMACHER, DIE ZEIT v. 26. 3. 1998, S. 21; vorher schon HOPT, aaO (Fn. 25), S. 486; KÜBLER, ZHR 145 (1981), 204, 221. Für das US-amerikanische Recht siehe die Nachweise bei HOPT, FS Heinsius, 1991, S. 289, 294.

149 A. A. KOLLER, der diese Pflicht bereits aus § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ableitet und § 32 Abs. 1 Nr. 2 WpHG insoweit nur deklaratorischen Charakter zumißt, obwohl es sich rechtsmethodisch um ein *lex specialis* handelt, KOLLER, aaO (Fn. 50), § 32 WpHG Rdn. 10.

150 Ziff. 5.2 Abs. 2 Satz 3 Wohlverhaltensrichtlinie.

151 Ziff. 5.2. Abs. 2 Satz 4 Wohlverhaltensrichtlinie; zustimmend BIRNBAUM, aaO (Fn. 52), Kennz. 631/1 S. 21.

152 Ebenso BLIESENER, aaO (Fn. 5), § 10 II.3. b).

fentlichkeit über den Kreis professioneller Anleger hinaus auf den Kleinanleger zu erweitern, sind deshalb Ad-hoc-pflichtige Tatsachen nicht nur im Internet, sondern auch über den am Fernseher abrufbaren Videotext bekanntzumachen<sup>153</sup>. Die vergleichbare Forderung im Rahmen des § 15 WpHG<sup>154</sup>, die inzwischen in die Praxis umgesetzt wurde<sup>155</sup>, läßt sich auch auf § 32 Abs. 1 Nr. 2 WpHG übertragen: Zum Schutz des Kleinanlegers darf das Wertpapierdienstleistungsunternehmen erst dann Eigengeschäfte vornehmen, wenn die Empfehlung im Internet oder im Videotext veröffentlicht wurde<sup>156</sup>.

Eine Mitteilung der Empfehlung im Internet oder über Videotext ist auch im Hinblick auf eine Durchbrechung des Insidertatbestandes i. S. d. §§ 13 ff WpHG sinnvoll<sup>157</sup>. Zwar ist die Bewertung eines Wertpapiers nach § 13 Abs. 2 WpHG keine Insiderinformation, wenn die Bewertung ausschließlich aufgrund öffentlich bekannter Tatsachen erstellt wird. Die Wertpapieranalyse und deren Kenntnis sind damit nicht insiderrelevant. Etwas anderes gilt aber für das Wissen, daß die Empfehlung in naher Zukunft veröffentlicht wird und regelmäßig eine Wirkung entfaltet, die den Kurs von Wertpapieren beeinflussen kann. Dieses Wissen um die Veröffentlichung ist eine Insidertatsache nach § 13 Abs. 1 WpHG<sup>158</sup>. Das Scalping ist damit auch gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG verboten und nach § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG strafbewehrt<sup>159</sup>.

#### 2. Zulässigkeit verbotener Geschäfte durch organisatorische Vorkehrungen

Nach § 33 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG ist jedes Unternehmen verpflichtet, Unternehmensstrukturen zur Vermeidung von Interessenkonflikten aufzubauen. Kommt ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen dieser Verpflichtung nach, so sollen gemäß Ziff. 5.2 Abs. 3 der Wohlverhaltensrichtlinie die Empfehlungsverbote und das Verbot von Eigengeschäften zum Nachteil des Kunden, als Fallgruppen solcher Interessenkonflikte, nicht mehr gelten. Dieser erst in die

153 So MÖLLERS, ZGR 1997, 334, 359.

154 § 15 WpHG wird bei Wertpapierdienstleistungsunternehmen regelmäßig nicht erfüllt sein, weil die Veröffentlichungspflicht nur den Emittenten von Wertpapieren trifft.

155 Im Internet, z. B. [http://www.exchange.de/adhoc/index\\_d.html](http://www.exchange.de/adhoc/index_d.html) oder <http://www.das-wertpapier.de>; im Teletext z. B. ARD und ZDF Bildschirmseite 448.

156 Diese Lösung erscheint auch praktikabler als eine 24-stündige Sperrfrist für Eigengeschäfte, die der erste Richtlinienentwurf des BAWe vorsah, Ziff. 5.2. Abs. 2.

157 Zum vergleichbaren Verhältnis von Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot siehe ASSMANN, aaO (Fn. 4), § 13 WpHG Rdn. 38.

158 Mit dem gleichen Ergebnis schon HOPT, FS Heinsius, S. 289, 295, der sein Ergebnis auf die dem WpHG zugrundeliegende Insiderrichtlinie, vgl. Fn. 3, stützt; ASSMANN, aaO (Fn. 4), § 13 WpHG Rdn. 74 m. w. N.; DERS, WM 1996, 1337, 1345; CAHN, ZHR 162 (1998), 1, 20.

159 ASSMANN, aaO (Fn. 4), § 14 WpHG Rdn. 26 m. w. N.

letzte Fassung der Wohlverhaltensrichtlinie aufgenommene Passus ist einerseits zu unbestimmt, weil der Begriff der „organisatorischen Vorkehrungen“ dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen keinen konkreten Maßstab gibt, um erfolgreich angewendet werden zu können. Abhilfe wird hier erst die Compliance-Richtlinie des BAWe schaffen. Andererseits regeln §§ 32 und 33 WpHG sowie die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie<sup>160</sup> die Verhaltenspflichten und Organisationspflichten zur Vermeidung von Interessenkonflikten in verschiedenen Normen unabhängig voneinander. Die Verknüpfung, daß die Verbote des § 32 WpHG nicht mehr zu beachten seien, wenn den Organisationspflichten des § 33 WpHG nachgekommen wird, läßt sich weder aus dem WpHG noch aus der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ableiten.

Würde man die Richtlinie wörtlich nehmen, wäre § 32 WpHG überflüssig. Das BAWe als Verwaltungsbehörde besitzt aber nicht die Kompetenz, zwingendes Recht außer Kraft zu setzen<sup>161</sup>. Der jetzige Wortlaut ist damit rechtswidrig. In einer künftigen Fassung ist statt dessen zum Ausdruck zu bringen, daß die besonderen Verhaltensregeln des § 32 WpHG bei einer entsprechenden Organisation zwar weiterhin *gelten*, aber in der Regel nicht verletzt werden.

## VI. Die Wohlverhaltensrichtlinie als Verwaltungsvorschrift und ihre Folgen im Privatrecht

### 1. Die Richtlinie als norminterpretierende Verwaltungsvorschrift

Abschließend soll noch auf die Rechtsqualität der Richtlinie und ihre Auswirkungen auf das Privatrecht eingegangen werden. Nach § 35 Abs. 6 Satz 1 WpHG kann das BAWe „Richtlinien aufstellen, nach denen es für den Regelfall beurteilt, ob die Anforderungen nach den §§ 31 bis 33 erfüllt sind.“

Schon der klare Wortlaut der Vorschrift spricht für eine Verwaltungsvorschrift<sup>162</sup>, weil sich die Richtlinie nur auf die Tätigkeit des BAWe bezieht<sup>163</sup>.

160 Art. 10 Satz 2 Spiegelstrich 5 und Art. 11 Abs. 1 Satz 4 Spiegelstrich 6 Wertpapierdienstleistungs-RiL.

161 „Die Regelungen der Nr. 5.1. und 5.2 gelten nicht.“

162 Sie betreffen entweder die innere Ordnung einer Behörde oder das sachliche Verwaltungshandeln, ERICHSEN/OSSENBUHL, Allgemeines Verwaltungsrecht, 10. Aufl., 1995, § 6 Rdn. 31; MAURER, Allgemeines Verwaltungsrecht, 11. Aufl., 1997, § 24 Rdn. 1; WOLFF/BACHHOF/STOBER, Verwaltungsrecht, Bd. I, 10. Aufl., 1994, § 24 Rdn. 22.

163 „Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel kann Richtlinien aufstellen, nach denen es für den Regelfall beurteilt, ...“. Hervorhebungen durch die Verfasser.

Auch die Gesetzesgeschichte<sup>164</sup> und die Systematik des WpHG<sup>165</sup> weisen auf dieses Ergebnis. Die Wohlverhaltensrichtlinie ist demnach eine Verwaltungsvorschrift<sup>166</sup>.

Nun mehrten sich die Stimmen, die auch Verwaltungsvorschriften eine unmittelbare Außenwirkung zusprechen<sup>167</sup>. Dies gilt insbesondere für sogenannte normkonkretisierende Verwaltungsvorschriften<sup>168</sup>. Der Gesetzgeber geht aber nach dem insoweit eindeutigen Wortlaut des § 35 Abs. 6 Satz 1 WpHG davon aus, daß die Richtlinien der Überprüfung und nicht der Konkretisierung der Pflichten aus §§ 31 bis 33 WpHG dienen<sup>169</sup>. Es handelt sich damit lediglich um norminterpretierende Verwaltungsvorschriften, denen eine unmittelbare Außenwirkung nicht zukommt<sup>170</sup>.

### 2. Die fehlende Kompetenz zum Erlass von Dokumentationspflichten

#### a) § 35 Abs. 6 und § 34 Abs. 2 WpHG

Das BAWe hat in erheblichem Umfang formelle Pflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen festgelegt<sup>171</sup>. Das sind sowohl interne Aufzeich-

164 In der Stellungnahme des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 106, heißt es: „Bei den Richtlinien handelt es sich nicht um Rechtsnormen oder Verwaltungsakte, so daß an ihre Nichtbeachtung keine unmittelbaren Rechtsfolgen geknüpft werden können“.

165 Während die §§ 34 Abs. 2 Satz 1, 34a Abs. 3 Satz 1 und 36 Abs. 5 Satz 1 WpHG ausdrücklich zum Erlass von „Rechtsverordnungen“ ermächtigen und die Veröffentlichungspflicht als bloße Selbstverständlichkeit nicht erwähnen, spricht § 35 Abs. 6 von „Richtlinien“ und verpflichtet zur Veröffentlichung derselben.

166 Eine Verwaltungsvorschrift bejahen auch KÜMPEL, aaO (Fn. 52), Rdn. 8.293; KOLLER, aaO (Fn. 50), § 35 WpHG Rdn. 2; KÖNDGEN, ZBB 1996, 361; BAUR, Die Bank 1997, 485, 487; REICH, WM 1997, 1601, 1608; BALZER, ZBB 1997, 260, 268; BLIESENER, aaO (Fn. 5), § 6 I.3.a).

167 Zur Lehre vom Administrativrecht siehe OSSENBUHL, FS BVerwG, 1978, S. 433 ff; KREBS, VerwArch. Bd. 70 (1979), 259, 269 ff; kritisch unter den Gesichtspunkten der Gewaltenteilung und des Gesetzesvorbehaltes dagegen DI FABIO, DVBl 1992, 1338, 1341; MAURER, aaO (Fn. 162), § 24 Rdn. 25 f.

168 BVerwGE 55, 250 – TA-Luft; BVerwGE 72, 300, 320 f – Wyhl; einschränkend BVerfGE 80, 257, 265.

169 KÖNDGEN, ZBB 1996, 361, spricht zu Recht im Rahmen der §§ 31 – 33 WpHG von „leges perfectae“.

170 BVerwGE 8, 4, 10 – Entschädigung; BVerwGE 36, 323, 327 – Wehrpflicht; BVerwGE 61, 15, 18 – Ausländerrichtlinie; MAURER, aaO (Fn. 162), § 24 Rdn. 21 ff; WOLFF/BACHHOF/STOBER, aaO (Fn. 162), § 24 Rdn. 24 und 27; OSSENBUHL, FS BVerwG, S. 433, 444.

171 Siehe Ziff. 3.4 Satz 2, 3.8, 4.1 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 2 sowie 4.6 Wohlverhaltensrichtlinie. Der in Ziff. 2.3 und 3.7 Wohlverhaltensrichtlinie geforderten „Nachvollziehbarkeit“ der Einhaltung der jeweiligen Pflichten im Rahmen einer Überprüfung



nungspflichten als auch Schriftformerfordernisse gegenüber dem Kunden<sup>172</sup>, wie etwa die Verpflichtung zur Auftrags- oder Geschäftsbestätigung bzw. zur Geschäftsabrechnung<sup>173</sup>. Die internen Aufzeichnungspflichten, als Beispiel sei hier die Pflicht genannt, den Auftrag des Kunden und den ausführenden Angestellten aufzuzeichnen, betreffen Dokumentationspflichten, die zum Teil wörtlich in § 34 WpHG geregelt sind<sup>174</sup>. Obwohl § 34 Abs. 1 WpHG durch die 3. WpHG-Novelle um drei weitere Dokumentationspflichten ergänzt wurde, geht die Wohlverhaltensrichtlinie in einigen Punkten noch über diese Anforderungen hinaus. Will ein Kunde beispielsweise dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen die im Rahmen der Erkundigungspflicht geforderten persönlichen Daten nicht geben, muß die Verweigerung dokumentiert werden<sup>175</sup>; Spätschäfte, die nach Erfassungsschluß der Abwicklung geschlossen werden, sind als solche zu kennzeichnen<sup>176</sup>.

Solche über den Wortlaut des § 34 WpHG hinausgehende Dokumentationspflichten aufzustellen ist problematisch, weil § 35 Abs. 6 WpHG das BAWe nur berechtigt, die §§ 31–33 WpHG durch Richtlinien zu konkretisieren. Für die Dokumentationspflichten des § 34 WpHG ist dagegen das Bundesministerium der Finanzen ermächtigt, weitere Aufzeichnungspflichten durch *Rechtsverordnung* zu begründen. Das Bundesministerium der Finanzen kann dieses Recht zwar an das BAWe delegieren und hat dies auch getan<sup>177</sup>. Deutlich zu trennen ist aber die Rechtsnormqualität, weil die Wohlverhaltensrichtlinie als Verwaltungsvorschrift unmittelbar nur die Verwaltung bindet und nur mittelbar gegenüber dem Bürger wirkt, während die in § 34 Abs. 2 WpHG genannte Rechtsverordnung unmittelbar den Bürger bindet und deshalb einer Rechtsgrundlage bedarf<sup>178</sup>. Deshalb liegt der Einwand nahe, das BAWe hätte die Dokumentationspflichten nicht in der Wohlverhaltensrichtlinie als Verwaltungs-

ist schon genügt, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Struktur oder einen Verhaltenskodex nachweist, welche die Einhaltung der Pflichten sichern. Jedenfalls ist für eine „Nachvollziehbarkeit“ der Einhaltung der Vorschriften keine lückenlose Dokumentation erforderlich; BAUR, Die Bank 1997, 485; SCHWENNICKE, WM 1998, 1101, 1107.

172 Birnbaum spricht fälschlicherweise von *internen und externen Aufzeichnungspflichten*, BIRNBAUM, aaO (Fn. 52), Kennz. 631/1 S. 20.

173 Ziff. 4.6.2 und 4.6.3 Wohlverhaltensrichtlinie.

174 Siehe einerseits Ziff. 4.6.1 Abs. 1 Satz 1 Wohlverhaltensrichtlinie und andererseits § 34 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG.

175 Ziff. 3.4 Satz 2 Wohlverhaltensrichtlinie.

176 Ziff. 4.6.1 Abs. 3 Satz 2 Wohlverhaltensrichtlinie.

177 § 34 Abs. 2 Satz 2 WpHG in Verbindung mit der Verordnung v. 16. 3. 1995 zur Übertragung der Befugnis zum Erlass von Rechtsverordnungen auf das BAWe, BGBl. I/ 1995, S. 390.

178 ERICHSEN/OSSENBUHL, aaO (Fn. 162), § 6 Rdn. 29; MAURER, aaO (Fn. 162), § 4 Rdn. 10, § 24 Rdn. 33 ff.

vorschrift, sondern in einer Rechtsverordnung nach § 34 Abs. 2 WpHG regeln müssen. Etwas anderes könnte nur dann gelten, wenn sich die Dokumentationspflichten dem § 31 WpHG entnehmen lassen (b) oder dem BAWe das Recht zusteht, derartige Dokumentationspflichten zu begründen (c).

#### b) Auslegung des § 31 WpHG

Im Rahmen der Auslegung des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ließe sich fragen, ob die Wertpapierdienstleistung nur dann mit der „erforderlichen Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse“ des Kunden erbracht wird, wenn alle wichtigen Vorkommnisse dokumentiert werden.

Einer solchen These stehen allerdings Wortlaut und Systematik entgegen. Die Sorgfaltspflicht bezieht sich nur auf die Wertpapierdienstleistung bzw. -nebenleistung, die in den Absätzen 3 und 3a des § 2 WpHG definiert werden und gerade die Dokumentation nicht umfassen<sup>179</sup>. Würde man die oben genannten Dokumentationspflichten in § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG hineinlesen, stünde dies auch im Widerspruch zu § 34 WpHG, würden die dort geregelten Dokumentationspflichten dann weitgehend gegenstandslos<sup>180</sup>. Ebenso verbleibt für die Ermächtigung, weitere Aufzeichnungspflichten durch Rechtsverordnung nach § 34 Abs. 2 WpHG zu konkretisieren, nur dann ein sinnvoller Anwendungsbereich, wenn Aufzeichnungspflichten nicht bei Bedarf durch Auslegung der Wohlverhaltensregeln des § 31 WpHG gewonnen werden können. Auch nach bisheriger Auslegung des kommissionsrechtlichen Interessenwahrungsgrundsatzes<sup>181</sup> war das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht zur Dokumentation bestimmter Dienstleistungen verpflichtet<sup>182</sup>. Schließlich dienen die Aufzeichnungspflichten des WpHG dazu, dem Aufsichtsamt eine effiziente Kontrolle zu ermöglichen. Wie § 4 WpHG verdeutlicht, ist die Kontrolle nicht im Interesse des einzelnen angeordnet<sup>183</sup> und § 34 WpHG damit auch kein

179 SCHWENNICKE, WM 1998, 1101, 1109.

180 Gesetze sind aber so auszulegen, daß keine Vorschrift überflüssig wird, SCHMALZ, Methodenlehre, 3. Aufl., 1992, Rdn. 242.

181 KOLLER, aaO (Fn. 50), Vor § 31 WpHG Rdn. 19; GRIMM, WiB 1995, 56, 57; SCHWARK, aaO (Fn. 9), S. 109, 114.

182 Wann eine Dokumentation ratsam erschien, ergab sich nach der bisherigen Rechtslage nur aus der Beweislastverteilung zwischen Kunden und Unternehmen. Hierzu BGHZ 123, 311 m. w. N. = WM 1994, 78, 79 f; BRUSKE, Beweiswürdigung und Beweislast bei Aufklärungspflichtverletzungen im Bankrecht, 1994; THOMAS/PUTZO, Komm. z. ZPO, 20. Aufl., 1997, Vor § 284 Rdn. 36; BALZER, ZBB 1997, 260, 268 m. w. N.; HARTMANN, in: Baumbach/Lauterbach/Albers/Hartmann, Komm. z. ZPO, 56. Aufl., 1998, Anh § 286 Rdn. 200.

183 BT-Drucks. 12/7918, S. 105; KOLLER, aaO (Fn. 50), § 34 WpHG Rdn. 1; KÜMPEL, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 1997, § 104 Rdn. 145; BALZER, ZBB 1997, 260, 264.

Schutzgesetz gemäß § 823 Abs. 2 BGB<sup>184</sup>. Diese gesetzgeberische Intention würde unterlaufen, wenn man die Aufzeichnungspflichten als primär im Interesse des Kunden gemäß § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG geschuldete Pflichten versteht und damit gegebenenfalls als Gebotsnormen im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB<sup>185</sup>.

### c) Auslegung der §§ 4 Abs. 1, 35 WpHG und Annexkompetenz

Weil das BAWe gemäß §§ 4 Abs. 1 Satz 1, 35 WpHG zur Überwachung der Einhaltung der Wohlverhaltensregeln zuständig sei, müßten ihm, so ließe sich argumentieren, auch die Befugnisse zustehen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu Aufzeichnungen zu verpflichten, um die Überprüfung der Einhaltung der Verhaltensregeln überhaupt erst zu ermöglichen.

Doch auch dieser Ansatz kann nicht überzeugen. Die Verwaltungsvorschrift nach § 35 Abs. 6 WpHG soll zwar die Überprüfung der Einhaltung der Gesetze erleichtern; sie wirkt aber nicht unmittelbar gegenüber Privatpersonen und kann deshalb auch nicht neue Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen begründen. Das Aufstellen von Aufzeichnungspflichten durch die Exekutive ist als belastender Eingriff gegenüber den Adressaten zu werten und steht deswegen unter dem Vorbehalt des Gesetzes<sup>186</sup>. Daß neue Aufzeichnungspflichten für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur durch Rechtsverordnung nach § 34 Abs. 2 WpHG erlassen werden sollen, ist eine klare Entscheidung des Gesetzgebers.

Wegen dieser Schwierigkeiten hat Köndgen angeregt, dem BAWe eine Annexkompetenz des BAWe für die Statuierung beratungsbezogener<sup>187</sup> Dokumentationspflichten zuzubilligen<sup>188</sup>. Doch ist auch dieser Weg nicht gangbar. Vom Inhalt her würden mit einer solchen beratungsbezogenen Annexkompetenz nur einzelne Dokumentationspflichten der Wohlverhaltensrichtlinie erfaßt, nicht aber die unabhängig von einer Beratung geschuldeten internen Aufzeichnungspflichten, die sich nur auf die Ausführung von Aufträgen beziehen<sup>189</sup>. Vor allem aber ist das Rechtsinstitut der Annexkompetenz zur Begründung von Doku-

184 KOLLER, aaO (Fn. 50), § 34 WpHG Rdn. 1; SCHWARK, aaO (Fn. 9), S. 109, 123; BALZER, ZBB 1997, 260, 264.

185 Der Kunde könnte also bei Verletzung der Aufzeichnungspflichten Schadensersatz verlangen. Allerdings müßte er die Kausalität zwischen Verstoß gegen die Aufzeichnungspflichten und Schaden nachweisen. Hieran würde ein Schadensersatzanspruch im Regelfall scheitern.

186 LOESER, System des Verwaltungsrechts, 1994, Bd. I, § 4 Rdn. 85 ff; WOLFF/BACHOF/STOBER, aaO (Fn. 162), § 18 Rdn. 8; MAURER, aaO (Fn. 162), § 6 Rdn. 3 ff.

187 Er meint hiermit wohl nicht die Wertpapiernebenleistung der Beratung, sondern die Pflichten aus §§ 31 Abs. 2, 32 WpHG.

188 KÖNDGEN, ZBB 1996, 361, 362, Fn. 14.

189 Ziff. 4.6 Wohlverhaltensrichtlinie.

mentationspflichten hier verfehlt, ist eine Annexkompetenz doch nur bei legislativen Akten anerkannt, zu denen der Erlaß von Verwaltungsvorschriften gerade nicht gehört<sup>190</sup>. Selbst wenn man entgegen der oben dargelegten Systematik des Gesetzes dem BAWe eine Zuständigkeit zur Begründung beratungsbezogener Dokumentationspflichten zubilligen wollte, müßte dies durch einen außenrechtswirksamen Akt geschehen.

Die genannten Dokumentationspflichten der Wohlverhaltensrichtlinie können daher nicht auf § 31 oder §§ 4, 35 Abs. 6 WpHG gestützt werden.

### d) Rechtsfolgen der Kompetenzüberschreitung

Das BAWe kann nicht die Einhaltung von Regeln fordern, die erst noch durch Rechtsverordnung begründet werden müssen. Im Ergebnis führt dies zu der weitreichenden Folge, daß das BAWe die auf § 34 WpHG basierenden Dokumentationspflichten zur Zeit nicht von den Wertpapierdienstleistungsunternehmen einfordern kann. Es ist ihm deshalb anzuraten, unverzüglich entsprechende Aufzeichnungspflichten durch Rechtsverordnung gemäß § 34 Abs. 2 Satz 2 WpHG zu erlassen.

## 3. Auswirkungen der Wohlverhaltensrichtlinie für das Privatrecht

### a) Selbstbindung und Informationspflichten der Behörde gegenüber dem Kunden

Die Richtlinie wirkt zwar nicht unmittelbar gegenüber Privaten. Mittelbar kann sich die Wohlverhaltensrichtlinie aber zugunsten von Bürgern und Wertpapierdienstleistungsunternehmen auswirken. Gegenüber dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen entfaltet die Wohlverhaltensrichtlinie eine faktische Außenwirkung, weil sich das BAWe nach den aus Art. 3 Abs. 1 GG abgeleiteten Grundsätzen der Selbstbindung der Verwaltung an seine Prüfungspraxis bindet. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann einen Verstoß gegen den Gleichheitsgrundsatz geltend machen, soweit das BAWe die sonst praktizierten Verwaltungsvorschriften nicht einhält<sup>191</sup>. Allerdings hindert der Gleichheitssatz nicht daran, in atypischen Fällen von der Praxis abzuweichen<sup>192</sup>.

190 Z. B. KORNBIHLER/POLSTER/TIEDE, Verfassungsrecht, 1995, S. 217; DEGENHART, Staatszielbestimmungen, Staatsorgane, Staatsfunktionen, 12. Aufl., 1996, Rdn. 101 ff; IPSEN, Staatsrecht, 9. Aufl., 1997, Rdn. 557 m. w. N.

191 MAURER, aaO (Fn. 162), § 24 Rdn. 21 f; KOLLER, aaO (Fn. 50), § 35 WpHG Rdn. 2; BALZER, ZBB 1997, 260, 268.

192 Auch nach § 35 Abs. 6 WpHG stellt die Richtlinie nur eine Beurteilungsgrundlage für „den Regelfall“ dar.

Eine zweite mittelbare Wirkung läßt sich erreichen, wenn bei Streit zwischen Privaten der Kunde versucht, eine aufsichtsrechtliche Maßnahme gegen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu erwirken<sup>193</sup>. Die Erwartung von *Köndgen*, der Kunde könne so zur Rekonstruktion des Sachverhaltes auf die umfassenden Informationsmöglichkeiten des BAWe zurückgreifen, um die eigene Prozeßführung zu erleichtern<sup>194</sup>, erscheint allerdings etwas zu optimistisch. Wie die Erfahrungen im Umweltbereich zeigen, sind Behörden auch im Hinblick auf eine potentielle Haftung ohne eindeutige gesetzliche Grundlage nur selten bereit, ihre Kenntnisse weiterzugeben<sup>195</sup>.

#### b) Beweislast und Handelsbrauch

Eine dritte mittelbare Außenwirkung kann sich im Prozeß ergeben. Daß die §§ 31, 32 WpHG Wirkungen im Privatrecht entfalten, kann inzwischen als gesichert gelten, auch wenn die Art und Weise der Einwirkung noch umstritten ist<sup>196</sup>. Allerdings sind die Gerichte an die Auslegung der §§ 31, 32 WpHG, wie sie das BAWe in der Richtlinie vorgenommen hat, nicht unmittelbar gebunden<sup>197</sup>. Weil die Wohlverhaltensrichtlinie nicht abschließend und wie gezeigt auch lückenhaft ist, kann ihre Einhaltung nicht zu der Vermutung führen, daß das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht gegen die Wohlverhaltensregeln verstoßen habe. Umgekehrt wird aber die Schlußfolgerung gezogen, daß ein Verstoß gegen die Wohlverhaltensrichtlinie zu der Vermutung führt, das

193 Die in der jüngsten Zeit aufgetretenen Verdachtsmomente des Front-running am Neuen Markt wird ein geschädigter Kunde ohne Hilfe des Aufsichtsamtes praktisch nicht nachweisen können. Siehe hierzu die am 1. April 1998 neu geschaffene Kompetenz des BAWe gemäß § 16 Abs. 2 Satz 4 WpHG, bei vermuteten Kursmanipulationen von den Banken zu verlangen, ihre Auftraggeber zu nennen.

194 KÖNDGEN, ZBB 1996, 361, 362.

195 Erst europarechtliche Vorgaben haben dem Bürger zu einem Informationsanspruch gegenüber der Behörde verholfen, RiL 90/313/EWG über den freien Zugang zu Informationen über die Umwelt v. 7. 6. 1990, ABl. Nr. L 158, 56 v. 23. 6. 1990, umgesetzt durch das Umweltinformationsgesetz (UIG) v. 8. 7. 1994, BGBl. I/ 1994, S. 1490; siehe vertiefend MÖLLERS, Rechtsgüterschutz im Umwelt- und Haftungsrecht, 1996, S. 363 ff m. w. N. Auch in Großbritannien ist die Beweisverschaffung über Behörden nur sehr begrenzt zulässig, MCCLEAN, International Judicial Assistance, 1992, S. 56 ff, insbesondere 217 ff.

196 Strittig ist, ob sie vertragliche Sorgfaltspflichten im Sinne des § 276 BGB begründen oder nur im Bereich der deliktischen Haftung über §§ 823 Abs. 2, 826 BGB relevant sind. SCHWARK, aaO (Fn. 9), S. 108, 118 ff; KÖNDGEN, NJW 1996, 558, 569; DERS., ZBB 1996, 361; REICH, WM 1997, 1601, 1604; BALZER, ZBB 1997, 260, 263; GASSNER/ESCHER, WM 1997, 93, 94; KIENLE, aaO (Fn. 97), § 110 Rdn. 8; HORN, ZBB 1997, 139, 150; SCHWENNICK, WM 1998, 1101, 1102.

197 KÜMPEL, aaO (Fn. 52), Rdn. 8.293; KOLLER, aaO (Fn. 50), § 35 WpHG Rdn. 2; KÖNDGEN, ZBB 1996, 361; REICH, WM 1997, 1601, 1608; BALZER, ZBB 1997, 260, 268.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen habe auch gegen die Bestimmungen der §§ 31 f WpHG verstoßen. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen trage dann die Argumentationslast, daß es nicht gegen das WpHG verstoßen habe<sup>198</sup>. Dies wird damit begründet, daß die vor Erlaß durchgeführte, umfangreiche Diskussion mit den Spitzenverbänden und der Wissenschaft die Wohlverhaltensrichtlinie zu einer „Erkenntnisquelle des unabdingbaren Mindeststandards“<sup>199</sup> werden läßt.

Zwar hat vor Erlaß der Wohlverhaltensrichtlinie tatsächlich eine ausführliche Diskussion unter Beteiligung der unterschiedlichsten Kreise stattgefunden<sup>200</sup>, so daß eine völlige Unverbindlichkeit als unbefriedigend empfunden werden kann<sup>201</sup>. Allerdings handelt es sich bei den Beteiligten nicht ausschließlich um unabhängige Sachverständige. Eine Beweisvermutung würde außerdem gegen die Grundsätze der Gewaltenteilung verstoßen; sie kann nur vom Gesetzgeber oder in gewissem Umfang von der Rechtsprechung vorgenommen werden<sup>202</sup>. Die Wohlverhaltensrichtlinie hat deshalb keine größere Beweiswirkung als ein wissenschaftlicher Aufsatz<sup>203</sup>.

Letztlich kann sie aber auf einem anderen Weg im Rechtsstreit zwischen Privatpersonen relevant werden. Um langwierige Prozesse mit dem BAWe zu vermeiden, ist zu erwarten, daß sich die Wertpapierdienstleistungsunternehmen weitgehend an die Vorgaben halten werden. Dann aber könnten sich die Anforderungen der Wohlverhaltensrichtlinie künftig zu einer Verkehrssitte entwickeln, auf die der Anleger vertrauen darf<sup>204</sup>. Die ordentlichen Gerichte hätten eine solche Verkehrssitte bei Auslegung der vertraglichen Pflichten im Rahmen der §§ 157, 242 BGB zu berücksichtigen<sup>205</sup>. Insofern würde eine „Vermutung“ bestehen, daß bei Verletzung der Richtlinienstandards auch die aus der Ver-

198 KÜMPEL, aaO (Fn. 52), Rdn. 8.293; KÖNDGEN, ZBB 1996, 361, 362; BALZER, ZBB 1997, 260, 268.

199 KÖNDGEN, ZBB 1996, 361, 362.

200 § 35 Abs. 6 Satz 2 und § 5 Abs. 2 Nr. 1 WpHG.

201 Mit diesem Argument in anderem Zusammenhang: HILL, NVwZ 1989, 401, 402; JARRASS, NJW 1987, 1227 f.

202 Dies erkennt KOLLER, aaO (Fn. 50), § 35 WpHG Rdn. 2. Wenn er meint, nur durch Gesetz könne eine Vermutung nach § 292 ZPO begründet werden, übersieht er dabei, daß die Rechtsprechung in den letzten Jahrzehnten zahlreiche nicht unter § 292 ZPO fallende tatsächliche Vermutungen aufgestellt hat. Zu den Beweislasteasierungen im Umwelt- und Haftungsbereich siehe MÖLLERS, aaO (Fn. 194), § 5 m. w. N.

203 So die Formulierung von ERICHSEN/OSSENBUHL, aaO (Fn. 162), § 6 Rdn. 47; a. A. für die Wohlverhaltensrichtlinie siehe die Literatur in Fn. 197.

204 REICH, WM 1997, 1601, 1608.

205 SOERGEL/WOLF, Komm. z. BGB, 12. Aufl., 1987, § 157 Rdn. 63 ff; MAYER-MALY, Münchner Komm. z. BGB, 3. Aufl., 1993, § 157 Rdn. 15 ff; STAUDINGER/ ROTH, Komm. z. BGB, 13. Bearb., 1996, § 157 Rdn. 33.

kehrssitte entspringenden privatrechtlichen Pflichten zwischen Kunde und Unternehmen verletzt sind<sup>206</sup>. Allerdings sind die Voraussetzungen für die Annahme einer Verkehrssitte ähnlich wie beim Richterrecht sehr hoch: Notwendig ist eine verpflichtende Regel, die auf einer gleichmäßigen, einheitlichen und freiwilligen Übung der beteiligten Kreise über einen angemessenen Zeitraum hinweg beruht<sup>207</sup>. Für die Wohlverhaltensrichtlinie wird dies erst nach Jahren für die unbestrittenen Teile gelten.

### VII. Zusammenfassende Thesen

1. Die Wohlverhaltenrichtlinie vom 26. Mai 1997 bezieht sich auf das WpHG in der Fassung vom 18. Dezember 1995 und berücksichtigt damit nicht die zwei Novellierungen des Jahres 1998.

2. Der persönliche und sachliche Anwendungsbereich der Wohlverhaltensrichtlinie muß dem WpHG in der Fassung vom 27. April 1998 angepaßt werden und sich damit beispielsweise auf Finanzdienstleistungsunternehmen sowie den wichtigen Bereich der Beratungspflichten erstrecken. Im Gegensatz zur Ansicht des BAWe sind auch allgemeine bzw. abschlussbezogene Informationen, wie beispielsweise der Preis, „zweckdienliche Informationen“ im Sinne des WpHG. Diese allgemeinen Informationen sind dem Kunden mitzuteilen. Die bisherige, Nr. 12 Abs. 1 AGB-Banken folgende Praxis, Gebühren nur durch einen Aushang festzulegen, ist unzulässig, wenn nicht ausdrücklich auf diesen Aushang hingewiesen wird. Im Rahmen der Erkundigungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens ist das Recht des Kunden, die Angaben zu verweigern, systematisch im Zusammenhang mit der Einholung von Kundenangaben und deutlicher als bisher zu formulieren.

3. Aufgrund der dritten Novelle des WpHG zum 1. Januar 1998 ist deutlich zwischen Aufklärung und Beratung zu unterscheiden. Die zweckdienliche Information läßt sich in abschlussbezogene, instrument- und objektbezogene Information unterteilen. Die Information ist jeweils anlegergerecht zu erteilen, wobei eine Standardisierung und gruppenspezifische Differenzierung jedoch erlaubt ist. Die Aufklärung ist von der Beratung präziser als bisher durch drei

Kriterien abzugrenzen: Umfang der objektbezogenen Information, Inhalt der Kundenfrage sowie Umfang und Qualität der Bewertungsleistung des Kundenberaters. Execution-Only-Deals bedürfen keiner Beratungsleistung; im Gegensatz zur vorherrschenden Ansicht bleiben die Wertpapierdienstleistungsunternehmen aber zur objektbezogenen Aufklärung verpflichtet. Auch wird der volle gesetzliche Umfang der Erkundigung seitens der Bank geschuldet. Es widerspricht deswegen § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG, daß die Wohlverhaltensrichtlinie es den Wertpapierdienstleistungsunternehmen gestattet, Anlageziele und finanzielle Verhältnisse des Kunden grundsätzlich nicht zu erfragen.

Über den Wortlaut von § 37 WpHG hinaus ist eine Ausdehnung der Personengruppen, denen gegenüber keine Erkundigungs- und Informationspflichten geschuldet werden, aufgrund teleologischer Auslegung anhand der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie zulässig.

4. Der Interessenwahrungsgrundsatz der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie wurde nicht vollständig in das WpHG umgesetzt. Deshalb müssen verschiedene Gleichbehandlungs- und Warnpflichten richtlinienkonform aus der Sorgfaltspflicht des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG herausgelesen werden. Lehnt man dies ab, würde dem BAWe die Regelungskompetenz für diese Bestimmungen fehlen.

5. Das Tätigen verbotener Geschäfte bleibt entgegen der Ansicht des BAWe auch dann verboten, wenn organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung von Interessenkonflikten ergriffen wurden. Dem Vorwurf des Scalping kann nicht vorgebeugt werden, indem nur die Bereichsöffentlichkeit informiert wird.

6. Bei der Wohlverhaltensrichtlinie handelt es sich um eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift. Als solche wirkt sie nach den Grundsätzen der Selbstbindung der Verwaltung nur mittelbar gegenüber dem Bürger. Die Wohlverhaltensrichtlinie verändert auch nicht die Beweislast im Prozeß. Der Inhalt der Wohlverhaltensrichtlinie kann sich zu einer Verkehrssitte entwickeln; dazu bedarf es einer längeren Übung. Die vom BAWe erstmalig in der Richtlinie vorgeschriebenen Dokumentationspflichten sind unbeachtlich, da sie gemäß § 34 Abs. 2 WpHG nur durch Rechtsverordnung begründet werden können.

206 HARTMANN, aaO (Fn. 181), Einf. § 284 ZPO Rdn. 22.

207 SOERGEL/WOLF, aaO (Fn. 204), § 157 BGB Rdn. 63 m. w. N. Für den Handelsbrauch BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 8), § 346 HGB Rdn. 1 ff; von Rechtsbindungswillen spricht ROTH, in: Koller/Roth/Morck, Komm. z. HGB, 1996, § 346 Rdn. 3; weiter dagegen LARENZ/WOLF, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 8. Aufl., 1997, § 28 Rdn. 62.